

Козюк В.В.,

доктор економічних наук, професор,
завідувач кафедри економічної теорії
Тернопільського національного економічного університету

ФОНДИ СУВЕРЕННОГО БАГАТСТВА В СИСТЕМІ ГЛОБАЛЬНИХ ФІНАНСОВИХ ДИСБАЛАНСІВ

Проаналізовано походження фондів суверенного багатства. Головну увагу приділено дослідженню їх діяльності в системі глобальних фінансових дисбалансів.

The origin of sovereign wealth funds is analyzed. The main attention is paid to functioning of such funds in the system of global financial imbalances.

У сучасній глобальній фінансовій системі з'явився новий активний компонент, який демонструє наростаючі можливості у сфері інвестування окремих країн, — фонди суверенного багатства (від англ. — *sovereign wealth fund*). Поява даної категорії інвесторів відобразила широкий комплекс намірів в економічній політиці в реаліях, коли створюються фундаментальні передумови для небажаності чи неможливості поточного споживання або інвестування значних коштів, які є результатом надлишку бюджету та профіциту платіжного балансу. Перші фонди суверенного багатства виникли ще у 1950-х роках: 1953-го було створено Кувейтську інвестиційну адміністрацію, яка почала акумулювати надходження від продажу нафти ще до моменту здобуття Кувейтом незалежності від Великобританії; 1956-го, так само ще за часів британської адміністрації, на Кірібаті було створено Резервний фонд з вирівнювання надходжень (від продажу фосфатів). Перша хвиля їх заснування припала на 1970-ті роки і була пов'язана зі зростанням надходжень до нафтодобувних країн, які не могли бути витрачені одразу без негативних макроекономічних наслідків. Утім, і в такій ситуації траплялися винятки. Так, у 1981 році Сінгапур започаткував традицію міжчасового перерозподілу масштабних заощаджень у суспільному та приватному секторах. У 1990-х роках інтерес до такої форми нагромаджень зріс, а у 2000-х профіцитні країни розпочали масове заснування фондів суверенного багатства¹.

Значні обсяги активів цих фондів, їх неоднозначний вплив на макроекономічні процеси глобального рівня — все це вимагає аналізу даного феномену. Особливий інтерес становить той факт, що фонди суверенного багатства вписуються в процес розкручування спіралі глобальних дисбалансів, а це робить такі дослідження актуальними і затребуваними сучасною теорією та практикою глобальних фінансів. Слід зазначити, що в більшості своїй витoki ідеї відкладання

¹ Загальні історичні та фактографічні аспекти виникнення та розвитку фондів суверенного багатства можна знайти у: Sovereign Wealth Fund. — <http://www.en.wikipedia.org>.

на майбутнє значних поточних заощаджень пов'язані з пристосуванням країн — експортерів первинних ресурсів до макроекономічних викликів, зумовлених значними зовнішніми надходженнями. Нідерландський досвід 1960—1970-х років (так звана “голландська хвороба”) продемонстрував глибоку вразливість країни — експортера природних ресурсів, що вимагає більш консервативного поведіння з надходженнями, прив'язаними до світової кон'юнктури. Однак в умовах глобалізації зростання кількості та обсягів активів фондів суверенного багатства відобразило появу значних профіцитів одразу як у країнах — експортерах первинних ресурсів, так і в країнах — їх імпортерах, що проводять політику агресивного забезпечення глобальних конкурентних переваг з допомогою занижених валютних курсів. Як наслідок, фонди суверенного багатства перестали бути однорідними фінансовими структурами, і сьогодні можна виділити п'ять їх типів:

- стабілізаційні фонди, покликані ізолювати бюджет та економіку в цілому від коливання цін на первинні ресурси. Здебільшого це актуально для країн — експортерів енергоресурсів;

- ошадні фонди, які забезпечують перерозподіл значних поточних заощаджень на користь майбутніх поколінь. Важливим функціональним призначенням даних фондів є трансформація обмежених активів у більш диверсифікований портфель, що дозволяє запобігти проявам “голландської хвороби”;

- резервні інвестиційні корпорації, покликані підвищити прибутковість використання валютних резервів;

- фонди розвитку, які заохочують реалізацію соціально-економічних проєктів, спрямованих на поліпшення потенціалу економічного зростання;

- умовні пенсійні резервні фонди, покликані забезпечити покриття нестандартних пенсійних зобов'язань².

Активне дослідження таких фондів розпочалося відносно недавно. Традиційно суверенний попит на активи пов'язується з політикою центральних банків щодо валютних резервів, яка кардинально змінилася в умовах прогресу фінансової глобалізації³. І тільки перетворення фондів суверенного багатства на джерело

² Sovereign Wealth Funds. — A Work Agenda // IMF. — 2008. — P. 5.

³ Наприклад, якщо до азійської кризи, тобто в умовах відносно високих глобальних процентних ставок, активне нагромадження резервів розглядалось як потужний засіб покращення доступу до ринків капіталу, після неї — як спосіб запобігти кризам, пов'язаним із реверсами в потоках капіталу, то останнім часом експансію суверенного попиту на активи дедалі впевненіше пов'язують із монетарним меркантилізмом та конкурентним нагромадженням резервів. Див.: Ben-Bassat A., Gottlieb D. Optimal International Reserves and Sovereign Risk // Journal of International Economics. — 1992. — Vol. 33. — P. 345—362; Aizenman J., Marion N. The High Demand for International Reserves in the Far East: What's Going On? // Journal of the Japanese and International Economies. — 2003. — Vol. 17. — P. 370—400; Aizenman J., Lee J. International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence // IMF Working Paper. — 2005. — WP/05/198. — P. 1—17; Aizenman J. Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture // NBER Working Paper. — 2007. — № 13277. — P. 1—19; Durdu C., Mendoza E., Terrones M. Precautionary Demand for Foreign Assets in Sudden Stop Economies: An Assessment of the New Merchantilism // IMF Working Paper. — 2007. — WP/07/146. — P. 1—54.

глобальних зрушень у сфері інвестицій та потоків капіталу спонукає до перегляду концепції суверенного попиту на активи як такого, що обмежується функціональною компетенцією центральних банків. Зокрема, вже нині визнається, що діяльність таких фондів змінила загальну картину бази глобальних інвесторів, тобто сукупності інституцій, які забезпечують глобальну алокацію капіталів⁴. І це при тому, що сьогодні діяльність таких фінансових установ, на відміну від традиційних учасників фінансових ринків, не доступна для аналізу та моніторингу. Таке становище ускладнює протікання глобальних монетарних та фінансових процесів⁵ і сприяє появі таких трендів у сфері глобальної макроекономіки, які не вписуються у звичне розуміння рівноважних процесів, що ґрунтуються виключно на аналізі платіжних контрпозицій. Прогресуюче значення діяльності фондів суверенного багатства спонукало МВФ створити спеціальну робочу групу з її аналізу, результати якого підкреслюють вагомий трансформаційний вплив даних структур на глобальну фінансову систему і монетарні процеси. Утім, фахівці МВФ не висловили особливого занепокоєння з приводу масштабів їх діяльності, хоча й констатували приблизно однакову можливість як стабілізуючих, так і дестабілізуючих наслідків подальшого нагромадження даними інституціями активів, що мають глобальний обіг⁶.

Незважаючи на досить повний типологічний та функціональний аналіз даних структур та окреслені ймовірні проблеми для проходження глобальних монетарних і фінансових процесів, комплексно він не досліджує питання специфічної диспозиції фондів суверенного багатства в системі глобальних фінансових дисбалансів. Варто зазначити, що саме з останніми, а також з невизначеністю щодо характеру їх коригування пов'язаний ряд дестабілізуючих моментів у глобальній економіці: занижені глобальні процентні ставки, тиск на євро і погіршення європейської конкурентоспроможності, збереження прив'язки азійських валют до падаючого долара, обмежена гнучкість руху вгору валютного курсу багатьох країн тощо. Як не дивно, але з аналізу глобальних дисбалансів проблема функціонування фондів суверенного багатства також випала⁷, хоча вона напряду з ними пов'язана, оскільки є проявом взаємодії між довгостроковими тенденціями щодо підтримання профіцитних платіжних балансів і попитом на зовнішні активи, які б не спричиняли

⁴ Changes in the International Investor Base and Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. — Wash. (D.C.): IMF, 2007. — Ch. II. — P. 63—97.

⁵ Truman E. Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability // Institute for International Economics Policy Brief. — 2007. — PB07-6. — P. 1—9.

⁶ Sovereign Wealth Funds. — A Work Agenda // IMF. — 2008. — P. 1—47.

⁷ У більшості своїй аналіз проблеми дисбалансів сконцентровано на питаннях дефіциту платіжного балансу США та його стійкості, а також на ролі курсу долара в системі коригування значних платіжних контрпозицій. Огляд теоретичних дискусій та емпіричних аргументів з цього приводу найбільш повно подано у: Eichengreen B. Global Imbalances: The New Economy, the Dark Matter, the Savvy Investors and the Standard Analysis // University of California. — Berkeley, 2006. — March. — P. 1—15; Xafa M. Global Imbalances and Financial Stability // IMF Working Paper. — 2007. — WP/07/111. — P. 1—20.

внутрішнього розширення грошової пропозиції і відповідно інфляції (як у випадку валютних резервів центробанків). Саме з'ясуванню місця фондів суверенного багатства в системі глобальних дисбалансів та виявленню наслідків їх експансії для глобальної фінансової стабільності присвячено дану статтю.

Так, швидке зростання суверенних заощаджень позначилося на тому, що обсяги активів цих фондів сягнули позначки майже у 3 трлн дол. США (табл. 1). Зокрема, тільки за останній рік вони зросли в 1,5 разу — з 2 трлн до 3 трлн дол. США⁸.

Зростання активів даних фінансових інституцій зумовило необхідність перегляду традиційного уявлення про глобальну фінансову систему. Такі масштаби діяльності змінюють структурний набір елементів останньої та баланс співвідношень між ними. Наприклад, глобальні активи хеджфондів становлять 1,7 трлн дол. США, при цьому в їхніх пасивах домінують запозичення, які ставлять їх умови, непорівнянні з точки зору величини фінансового левереджу і відповідно інвестиційного потенціалу щодо будь-якого класу активів. Співвідношення між активами цих фондів і фінансовими активами глобальної фінансової системи (оцінюються у 190,4 трлн дол. США) залишається незначним, але їх уже можна порівнювати з ВВП Японії (4,4 трлн), з капіталізацією її ринку акцій (4,8 трлн) чи облігацій приватного сектору (2,0 трлн), або ж з обсягом державних облігацій країн з ринками, що формуються (3,9 трлн), або їхніми облігаціями приватного сектору (2,2 трлн). Якщо взяти до уваги, що, за прогнозами компанії “Morgan Stanley”, у 2011 році активи даних структур сягнуть 13,4 трлн дол. США, то структурна композиція глобальної фінансової системи, найімовірніше, зазнає докорінних змін⁹.

Уже сьогодні перетворення фондів суверенного багатства на активно присутні на глобальному ринку інституції призвело до зміни бази глобальних інвесторів, з модифікуванням широкого набору процесів, що відбуваються у сфері глобальних фінансів¹⁰. Так, інститути спільного інвестування, приватні пенсійні та страхові компанії вже повністю не визначають базові тренди у глобальному попиті на активи. Більше того, якщо за своєю природою глобальні фінансові структури здійснюють трансформацію активів та зобов'язань, у тому числі своїх власних, то фонди суверенного багатства виступають лише в ролі оферента ліквідності та джерела попиту на активи. Слід наголосити на тому, що такі фонди вже спрацювали як певні амортизатори глобальних фінансових шоків. Наприклад, тільки упродовж 2007—2008 років вони запропонували екстрену ліквідність на суму понад 35 млрд дол. США, тим самим суттєво зміцнивши платоспроможність декількох провідних глобальних банків. Так, фонди суверенного багатства з Сінгапуру та Об'єднаних Арабських Еміратів забезпечили свою присутність у капіталі “Citigroup” обсягом у 6 млрд дол., з Сінгапуру, Кувейту та Південної Кореї — у “Merrill Lynch”

⁸ Truman E. Зазнач. праця. — Р. 3.

⁹ Sovereign Wealth Funds. — A Work Agenda // IMF. — 2008. — Р. 6—8.

¹⁰ Changes in the International Investor Base and Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. — Wash. (D.C.): IMF, 2007. — Ch. II. — Р. 63—97.

Таблиця 1. Активи фондів суверенного багатства на початок 2008 року, млрд дол. США

Країна	Назва фонду	Нижня межа оцінки вартості активів	Верхня межа оцінки вартості активів
Країни — експортери енергоресурсів			
ОАЕ	Abu Dhabi Investment Authority	250,0	875,0
Норвегія	Government Pension Fund-Global	380,0	380,0
Саудівська Аравія	-	289,0	289,0
Кувейт	Reserve Fund for the Future Generations	213,0	213,0
Росія	Стабілізаційний фонд Російської Федерації	125,0	125,0
Росія	Фонд національного добробуту	32,0	32,0
Лівія	Libyan Investment Corporations	50,0	50,0
Катар	State Reserve Fund	30,0	30,0
Алжир	Revenue Regulation Fund	43,0	43,0
США (Аляска)	Alaska Permanent Reserve Fund	40,0	40,0
Бруней	Brunei Investment Authority	30,0	30,0
Казахстан	National Fund	21,0	21,0
Малайзія	Khazanah Nasional BHD	19,0	19,0
Канада	Alberta Heritage Savings Trust Fund	16,0	16,0
Нігерія	Excess Crude Account	11,0	11,0
Іран	Oil Stabilization Fund	9,0	9,0
Азербайджан	State Oil Fund	2,5	2,5
Оман	State General Reserve Fund	2,0	2,0
Тимор	Petroleum Fund of Timor-Leste	1,4	1,4
Венесуела	FIEM — Macroeconomic Stabilization Fund	0,8	0,8
Тринідад-і-Тобаго	Revenue Stabilization Fund	0,5	0,5
Азійські експортери			
Сінгапур	Government Investment Corporations	100,0	100,0
Сінгапур	Temasek Holdings	108,0	108,0
Китай	China Investment Corporations	200,0	200,0
Південна Корея	Korea Investment Corporations	30,0	30,0
Тайвань	National Stabilization Fund	15,0	15,0
Інші країни			
Австралія	Australian Future Fund	54,0	54,0
Чилі	Economic and Social Stabilization Fund	14,9	14,9
Чилі	Pension Reserve Fund	1,5	1,5
Ботсвана	Pula Fund	4,7	4,7
Кірібаті	Revenue Equalization Fund	0,4	0,4
Разом		2093,0	2968,0

Джерело: Sovereign Wealth Funds. — A Work Agenda // IMF. — 2008. — Р. 7.

обсягом 14,1 і 8,4 млрд (що, однак, радикально не покращили стійкість даної компанії, про що свідчить її близькість до банкрутства під час розгортання глобальної фінансової кризи 2008 року), з Сінгапуру — у “UBS” сумою у 18 млрд, з Китаю — у “Morgan Stanley” обсягом у 9,4 млрд, з Катару — у “Credit Suisse” сумою 2,85 млрд дол. США. Незважаючи на те, що оголошення про здійснення даних операцій, найімовірніше, погіршувало динаміку котирування акцій даних банків, така пропозиція екстреної ліквідності розглядається як стабілізаційний фактор, що запобіг обвалу ринку банківських інструментів¹¹.

Іншим важливим наслідком зростаючого значення фондів суверенного багатства є те, що за їхньою функціональною неоднорідністю приховуються різні засади побудови фінансових стратегій. Наприклад, стабілізаційні фонди зацікавлені у короткострокових ліквідних активах, а фонди, які інкорпують у своїй активності перерозподіл заощаджень на користь майбутніх поколінь, надають перевагу довгостроковим інструментам із фіксованим доходом. У свою чергу, окремі фонди взагалі не є репрезентативними з точки зору відповідності між функціональним призначенням та фінансовою стратегією. Це позначається як на їхньому ставленні до ризику, так і на тому, який клас активів ними обирається. Оскільки для більшості фондів питання дії ефекту домашнього зміщення не стоїть, ставлення до ризику і вибір класу активів відбиваються на глобальному фінансовому ринку. З цього випливає, що зміни в розподілі фінансових можливостей у розрізі фондів із різними функціональними призначеннями і зміни в ставленні до ризику та пріоритетності класу активів одразу можуть позначатися на глобальній кон'юктурі окремих сегментів фінансового ринку. Причому вони матимуть пряме відношення до іноземних для цих фондів країн. Це означає, що збурення в поточній кон'юктурі або ж більш суттєві зрушення у співвідношеннях дохідностей та капіталізації окремих сегментів фінансового ринку перетворюються на екзогенні. Завдяки цьому питання про те, як фонди суверенного багатства впливають на глобальні фінансові процеси, залишається відкритим. Можна констатувати, що їх масштабна активність дозволяє виокремити принципово важливі сфери, де відбуваються суттєві перекирення та породжується невизначеність: глобальна фінансова стабільність; підміна ролі в економіці центрального банку та забезпечення фінансового підґрунтя для підтримання занижених валютних курсів; спотворення глобальних інфляційних процесів і тенденцій у сфері дисбалансів.

Проблема глобальної фінансової стабільності. Як уже зазначалося, з одного боку, фонди продемонстрували здатність поводитись як гасники волатильності на фінансових ринках, пропонуючи екстрену ліквідність та підтримуючи платоспроможність системних фінансових установ; з другого, такі впливання ставлять питання про характер виконання центробанками ролі кредитора останньої інстанції.

¹¹ Assessing Risks to Global Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. — Wash. (D.C.): IMF, 2008. — Ch. I. — P. 21—22.

Парадокс полягає в тому, що така місія монетарних органів, виникнувши в розпал фінансової лихоманки в Лондоні у 1888 році, продемонструвала готовність суспільної інституції суттєво відкоригувати ситуацію на ринку. За теперішніх умов існує ризик того, що кредитування останньої інстанції буде частково замінене на фінансування за ринковим типом, яке є антиподом першого, але здійснюватиметься воно як із зовнішніх джерел, так і з джерел, що мають не приватно-ринкове, а державне походження. Зміщення ролей і трансформація інституціональної природи надання екстреної ліквідності не гарантують, що глобальна фінансова стабільність посилиться. Немає гарантій і того, що придбання фондами суверенного багатства ряду провідних банків стане прообразом майбутнього зі сталими рисами, тоді як такий прецедент може суттєво заохотити серед учасників ринку моральний ризик. Завдяки цьому поява даних фондів у структурі глобальної фінансової системи робить таким, що не піддається визначенню, баланс вигід і додаткових ризиків (табл. 2), а серед економістів уже побутує занепокоєння з приводу ознак діяльності фондів суверенного багатства, які можна узагальнити таким чином¹²:

— *недостатня транспарентність та легітимність міжнародної підзвітності*. На сьогодні діяльність фондів суверенного багатства не врегульована на жодному з рівнів. Якщо центральні банки регулярно подають звітність МВФ, то діяльність таких фондів не підпадає під юрисдикцію жодної міжнародної організації, на кшталт МВФ, Світового банку чи Банку міжнародних розрахунків, унаслідок чого глобальний нагляд за ними набуває дослідницького, а не офіційного характеру. Зважаючи на масштаби їхньої діяльності, проблема із транспарентністю та доступу до звітності суттєво ускладнює реалізацію монетарної та фінансової політики в новому глобальному макрофінансовому середовищі;

— *політична вмотивованість*. Якщо не існує жодного легітимного формату контролю та “врівноваження” діяльності таких структур, то ніщо не може стати на заваді їхнім можливостям приймати на фінансових ринках політично вмотивовані рішення. Обмежена транспарентність лише поглиблює проблему, адже

¹² Різні автори наголошують на різних проблемах. Наприклад, Е. Труман закликає до запровадження міжнародних стандартів та кодів, які урегулювали б діяльність фондів суверенного багатства на глобальних ринках капіталу. Див.: *Truman E.* Зазнач. праця — Р. 1—9; Геополітичні аспекти проблеми порушуються у: *Teslik L.H.* Sovereign Wealth Funds // Council of Foreign Relations. — 2008. — Jan. 18. — <http://www.cfr.org>. Більш радикально виступають А. Маттоо та Е. Субраманіян, які наголошують на тому, що СОТ повинна взяти на себе частину відповідальності з глобального нагляду за діяльністю таких фондів за тим принципом, що їх зростання є проявом прихованої недобросовісної конкуренції у міжнародній торгівлі. Див.: *Mattoo A., Subramanian A.* Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization // Institute for International Economics Working Paper. — 2008. — WP 08-2. — Р. 1—31. Загальний алармизм з приводу активності фондів суверенного багатства найбільш вдало описує дослідник з МВФ С. Джонсон, який стверджує: “Що станеться, якщо держави у XXI столітті будуть поводити себе як приватний сектор XIX століття?”. Див.: *Johnson S.* The Rise of Sovereign Wealth Funds // IMF. Finance and Development. — 2007. — Vol. 44. — № 3. — Р. 1—5. Більш оптимістичне сприйняття даної проблеми, яке певною мірою контрастує із зазначеними позиціями, див. у: *Sovereign Wealth Funds. — A Work Agenda* // IMF. — 2008. — Р. 1—38. Хоча і тут аналізовані застереги не відкидаються.

Таблиця 2. Фонди суверенного багатства: аналіз вигід та загроз із позиції глобальної фінансової стабільності

Вигоди	Загрози
<p>1. Фонди не є фінансовими інституціями з високим левереджем, на кшталт взаємних фондів, отже, їх експансія не призводить до збільшення ризику, що генерується на рівні окремого учасника фінансового ринку.</p> <p>2. Маючи різні стратегії, вони можуть заохочувати розвиток сегментації глобального фінансового ринку.</p> <p>3. Їх присутність та попит на активи є сприятливими з точки зору поведінки процентних ставок та фінансування платіжних дефіцитів. Можливості отримати вигоди від потоків капіталу зростають.</p> <p>4. Здатність пропонувати екстрену ліквідність перетворює їх на потенційних стабілізаторів ринку.</p> <p>5. Вони розширюють базу інвесторів, унаслідок чого фінансові ринки стають більш стійкими, оскільки присутність фондів як інституцій з низьким ризиком доповнює присутність інституціональних інвесторів, ступінь ризику яких може варіювати залежно від профілю діяльності та обраної стратегії.</p> <p>6. Фонди не посилюють тенденцію до децентралізації та ускладнення, яка властива трансформації фінансової системи в напрямі домінування ринкової моделі.</p> <p>7. Ресурси фондів є страховкою профіцитних країн на випадок раптових змін у кон'юктурі світових ринків, унаслідок чого їхні потенційні втрати від її зміни чи шоків умов торгівлі будуть мінімізовані, що сприятиме формуванню більш згладженої траєкторії глобального споживання та інвестицій. Те саме стосується глобальних зрушень у віковій структурі населення.</p> <p>8. Фонди підвищують фінансову стабільність країн-засновників і зменшують їх зовнішню вразливість.</p> <p>9. У сукупності з виваженою фінансовою та монетарною політикою вони запобігають появі "голландської хвороби", а також посилюють продуктивне використання валютних резервів, становлячи їм суттєву альтернативу.</p>	<p>1. Будь-які зміни у фінансовій стратегії, наприклад диверсифікація, зміна пріоритетних інвестицій у той чи інший клас активів, орієнтація на зрілі ринки або новостворені, одразу призводять до появи волатильності та фінансової нестабільності в цілому.</p> <p>2. Окремим випадком вищезгаданого може бути те, що в разі змін ставлення щодо пріоритетного класу активів відбуватимуться зміни відносних дохідностей у розрізі фінансових інструментів та кон'юнктури в розрізі сегментів глобального фінансового ринку. Наприклад, відхід від інструментів з фіксованим доходом та переорієнтація на ринок акцій одразу поставлять питання про можливості фінансування дефіцитів та переоцінку корпоративних активів. Протилежне також актуально.</p> <p>3. З цього випливає, що зміни в орієнтації на клас активів змінюють потоки капіталу та структуру фінансування платіжних дисбалансів. Також проблемою є те, що за умови збереження дефіцитів чи їх "підживлення" можуть відбуватися переходи від більш високого ступеня проциклічності фінансової системи до нижчого, і навпаки.</p> <p>4. Поведінка фондів завжди буде потенційним екзогенним шоком для багатьох країн та окремих ринків, адаптація до чого ускладнюватиметься недостатніми можливостями адекватної оцінки ризику зміни фінансових стратегій.</p> <p>5. Відсутність транспарентності в поведінці фондів не дозволяє зрозуміти, чи йде їх політика "в ногу з ринком", чи ні. Тобто в разі виникнення нерівноважних ситуацій фонди, пропонуючи ліквідність, насправді можуть забезпечити акумуляцію значних активів, які тимчасово недооцінені. Так само недостатня когерентність у цьому питанні може спотворювати ринкові очікування і посилювати дестабілізацію.</p> <p>6. Присутність фондів на падаючих ринках загострює проблему морального ризику і не виключає послаблення корпоративного управління, тоді як присутність на зростаючому ринку штовхає його у бік переоцінки і ризику швидко-го та раптового коригування, тобто обвалу в майбутньому.</p> <p>7. Значні масштаби фінансових джерел, відносна легкість доступу до них, непов'язаність із запозиченнями для підвищення левереджу та відсутність відповідальності за типом корпоративної не виключають того, що активність фондів заохочуватиме доступ до ринку активів із посередніми інвестиційними якостями. Це означає, що значний глобальний попит на активи і пошук диверсифікації не заперечують заохочення пропозиції низькоякісних фінансових інструментів, що послаблює глобальну та національну фінансову стабільність і погіршує алокаційні процеси. Так само, можливості легкого поглинання активів фондами з нейтральним ставленням до ризику погіршує якість традиційних індикаторів виміру зв'язку між рейтингом та спредами.</p>

якщо бракує інформації про діяльність таких фондів, то спроможність зацікавлених сторін довести наявність політично вмотивованих рішень також ускладнюється. Усвідомлення таких ризиків може заохотити появу фінансового протекціонізму, з досвідом чого світ зіткнувся після нафтових шоків, коли нафтодобувні країни виявили “нездоровий” інтерес до фінансових інструментів провідних західних компаній. Якщо ж екстраполювати фінансовий протекціонізм на сучасні та прогнозовані масштаби активів фондів суверенного багатства, то під ризиком може опинитися фінансова глобалізація як така, що призведе до руйнівних наслідків у світовій торгівлі, потоках капіталу та можливостях фінансування платіжних дисбалансів;

— *фінансова інтерференція*. Через діяльність фондів суверенного багатства можливе глибоке проникнення у фінансову систему окремих країн з боку інших держав, що матиме, не тільки економічні, а й політичні наслідки. Немає жодних гарантій, що така фінансова інтерференція не викличе підвищення напруження у міжнародній політиці;

— *нестабільність глобальних фінансових процесів*. Зміни в поведінці фондів або у “фінансовій вазі” серед них, чії фінансові стратегії відрізняються відповідно до функціонального призначення, примножують нестабільність та невизначеність на ринках. Диверсифікація щодо валют чи класу активів або зміни у ставленні до ризику одразу передаватимуться поточній ринковій волатильності;

— *концентрація суверенного попиту на активи*. Оскільки переважна більшість країн — засновників фондів суверенного багатства мають у своєму розпорядженні ще й найзначніші валютні резерви, відбувається радикальна трансформація джерел попиту на активи. Суверенний попит на них починає наздоганяти, а інколи й випереджати приватний. Крім того, що виникає проблема зміни у глобальному вимірі меж між суспільним і приватним секторами, з відповідними наслідками щодо якості фінансового управління активами й системними ризиками, які з цього впливають, залишається концентрованою і, найімовірніше, залишиться у майбутньому експансія суверенного попиту на активи. Поєднання в особі одних і тих самих країн розпорядників і масштабними валютними резервами, і фондами суверенного багатства загрожує глобальній фінансовій системі значними ризиками щодо будь-яких змін у попиті та пропозиції. Як наслідок, процеси коригування глобальних фінансових дисбалансів дедалі більшою мірою залежатимуть від характеру суверенного попиту на активи. Навіть абстрагуючись від політичної складової проблеми ризику застосування фінансового важеля в геополітичних питаннях, неважко побачити, що концентрований характер суверенного попиту на активи може заохочувати до глибоких перекирвань у пропорціях сегментів глобального фінансового ринку. Іншим виміром цього є те, що коригування фінансових дисбалансів може просто “вислизати” із зони дії чи навіть досяжності інструментів макроекономічної політики, перетворюючись на екзогенний процес, ініційований стратегічними або тактичними міркуваннями розпорядників суверенних активів.

У даному випадку вже не має принципового значення, чи будуть то валютні резерви центральних банків, чи фонди суверенного багатства, оскільки й ті, й інші у своїй експансії спираються на дисбаланси як реалізовану можливість у даних глобальних макрофінансових координатах.

Як видно з табл. 2, наразі неможливо сказати: експансія фондів суверенного багатства є грою з нульовою сумою чи ні. Більше того, якщо вигоди від їх активності дуже часто значні для окремих економік світу, а у сфері фінансової стабільності баланс загроз та можливостей не визначено, то на рівні глобальних монетарних процесів ситуація, очевидно, є тривожною. Тут можна виділити ряд проблемних моментів.

Підміна ролі центрального банку. З огляду на те, що час найбільшого зростання кількості та обсягів активів фондів суверенного багатства припадає на період загострення проблеми фінансових дисбалансів, дані фонди в умовах “перегрітої” економіки починають перебирати на себе функції контролю за внутрішньою інфляцією, які зазвичай виконують центральні банки, що викликано заниженим валютним курсом і конкурентним нагромадженням валютних резервів. Ця проблема особливо чітко простежується в економіках нафтодобувних країн. Дані табл. 3 переконують, що значні профіцити бюджету та платіжного балансу як джерело поповнення фондів суверенного багатства є наслідком радикального незбігу між поведінкою світових цін на нафту і реальних ефективних валютних курсів. Зростання перших і практична незмінність других є ознакою того, що запобігання коригуванню курсу вгору руйнує всю систему автоматичного коригування платіжних позицій у відкритій економіці з плаваючими курсами. По суті, це є руйнацією механізму відновлення рівноваги за рахунок валютно-курсового пристосування до нових рівноважних умов.

Це означає, що масштаби активності фондів суверенного багатства є опосередкованим виміром занижених валютних курсів провідних світових експортерів. У свою чергу, з огляду на те, що такі фонди становлять альтернативу монетарним активам центральних банків, їх масштаби є непрямым виміром потенційної інфляції, спровокованої швидким зростанням внутрішньої грошової пропозиції та експансією валютних резервів. Спроможність центральних банків контролювати внутрішню інфляцію в умовах профіциту платіжних балансів стає дуже потужним фактором формування поведінки реальних ефективних валютних курсів за умов, коли фонди суверенного багатства не повною мірою абсорбують надмірні надходження виручки з-за кордону.

Характерним прикладом є Росія. Як видно з табл. 3, саме там спостерігається найшвидше зростання реального ефективного курсу, що повністю відповідає найвищій порівняно з рештою нафтодобувних країн інфляції. Утім, якраз неспроможність запобігти підвищенню реального ефективного курсу через недостатню цінову стабільність актуалізує запобіжні заходи щодо недопущення номінального підвищення валютного курсу з метою уникнення проблем із

Таблиця 3. Коливання цін на нафту і реальних ефективних валютних курсів у провідних нафтодобувних країнах (2002 рік дорівнює 100)

Роки	2000	2002	2004	2006	2008
Ціни на нафту	150	100	165	320	350
Реальні ефективні валютні курси					
Саудівська Аравія	90	100	105	108	105
Бахрейн	95	100	80	75	60
Кувейт	87	100	85	80	65
Росія	70	100	110	135	145
Іран	72	100	102	105	110
Венесуела	86	100	70	72	78
ОАЕ	86	100	82	77	82
Норвегія	90	100	103	102	104

Джерело: Mattoo A., Subramanian A. Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization // Institute for International Economics Working Paper. — 2008. — WP 08-2. — P. 30.

глобальною конкурентоспроможністю. Фонди суверенного багатства заохочують конкурентне зростання валютних резервів, тим самим зберігаючи джерела експансії експорту і поповнюючи свою фінансову базу. Отже, постає питання, чи слід в Україні, з огляду на значну частку сировинного експорту у ВВП і тривалі (принаймні, до середини 2008 року) зростання світових цін на метали, створювати такі фонди. На нашу думку, такий крок небажано робити, оскільки можливості для гнучкої курсової політики будуть ефективнішими за недостатньої бази для створення в Україні такого фонду. Крім того, таке джерело, як експортне мито, буде шкідливим в умовах загострення конкуренції на глобальних ринках і технологічного відставання вітчизняної економіки.

Спотворення глобальних інфляційних процесів і тенденцій у сфері дисбалансів. По суті, фонди суверенного багатства певною мірою трансформують глобальні інфляційні тренди. З одного боку, вони є проявом відкладеної глобальної інфляції, оскільки переміщують споживання на майбутнє. Дана закономірність здебільшого активізується на рівні окремої країни із значним платіжним профіцитом. З другого — вони аж ніяк не забезпечують антиінфляційний ефект від міжчасових зміщень споживання та заощаджень повною мірою, оскільки перетворення попиту на активи відразу сприяє експансії сукупного попиту, викликаний відносною легкістю, з якою oferenti таких активів задовольняють свої потреби в капіталі.

Із ситуації занижених валютних курсів впливає й інша проблема, яка полягає в такому. Хоч експансія фондів суверенного багатства є певною альтернативою зростанню глобальних валютних резервів, нереалізований інфляційний тиск перетворюється у попит на активи, який призводить до того, що глобальні платіжні дисбаланси стають ще більш самопідтримуваними. Профіцитна країна заміщує потенційну внутрішню інфляцію на сформований діяльністю фондів попит

на активи, а дефіцитна — отримує відносно полегшений доступ до фінансування платіжного дисбалансу, пропонуючи глобальній економіці не товари, а власні зобов'язання. Унаслідок цього будь-які шоки, які змінюють такий взаємозв'язок, одразу трансформують і процеси у сфері підтримання дисбалансів. У свою чергу, переорієнтація з активів розвинутих країн на активи країн з новоствореними ринками, негайно ставить питання про те, як фінансуватиметься платіжний баланс дефіцитної країни. А останні у такому випадку стикаються з проблемою завищеної кон'юнктури ринку активів унаслідок припливу капіталів із-за кордону.

У поточній ситуації відхід від інвестицій у фінансові інструменти США та переміщення на інші ринки не виключають поглиблення глобальної фінансової нестабільності. Обмеження зовнішнього фінансування американської економіки підриває потенціал підтримання курсу долара в умовах значного платіжного профіциту США, але збереження прив'язки до нього з боку профіцитних країн не гарантує, що й у них відбуватиметься наближення до зовнішньої рівноваги. Тобто через збереження, або ж навіть поліпшення, можливостей підтримання платіжного профіциту завдяки прив'язці до падаючої валюти джерела формування фінансових ресурсів фондів не вичерпуються, попит на активи не зникає, але глобальна економіка опиняється в становищі з вищими цінами на первинні ресурси, падаючим долларом. І все це відбувається при збереженні зовнішнього дефіциту США, посиленні конкурентного тиску на європейську економіку та ризику втратити контроль за глобальною інфляцією. Можна змалювати й інший алгоритм. Значний платіжний дефіцит США погіршує мотивацію до вкладання коштів в американські активи, переорієнтовуючи фонди на новостворені ринки. Приплив на них капіталів заохочує їх до запобігання ревальвації, що повертає нас до вихідної точки, але, знов-таки, при переході на більш високий рівень у спіралі глобальних фінансових дисбалансів і, як показує зростання цін практично на всі первинні ресурси, до більш високої інфляції.

У випадку загального підвищення інфляційного фону виникає дуже велика проблема, пов'язана з тим, що зовнішнє пристосування до нових рівноважних умов ускладнюється відсутністю суттєвих змін у реальних ефективних курсах. У результаті — дисбаланси зберігаються за більш високого глобального інфляційного фону. Але якщо фонди суверенного багатства подовжать лаг між експансією попиту та інфляцією, то не виключено, що цей лаг може суттєво відрізнитися по країнах. Варіації лагів обумовлюються відмінностями в тривалості та глибині зниження курсу, величині втрат від конкурентної стерилізації валютних резервів, структурних характеристиках економіки (гнучкість ринків праці, можливості обмеження витрат на оплату праці тощо). Саме тут виникає проблема, коли погіршення конкурентоспроможності через підвищення реального ефективного курсу заохочуватиме подальше нагромадження валютних резервів і активів фондів суверенного багатства.

Погіршення економічної ситуації в Європі та зниження в умовах іпотечної кризи можливостей США позичати за кордоном не виключають того, що

сповільнення глобального економічного зростання призведе до зниження темпів підвищення цін на нафту. Якщо це позначиться на масштабах платіжних профіцитів нафто-експортерів, то поточні рахунки в азійських країнах тільки покращаться. Даний приклад ілюструє, що фонди суверенного багатства суттєво перекидають глобальні монетарні процеси, і їхня експансія, як і експансія валютних резервів, можлива виключно в умовах нового глобального макрофінансового середовища, в якому фінансові дисбаланси є структурним елементом.

З огляду на викладене, підіб'ємо певні підсумки. Експансія фондів суверенного багатства є відображенням поєднання глобальних фінансових дисбалансів, глобальної фінансової інтеграції та нових можливостей у сфері глобального інвестування. У свою чергу, їх діяльність модифікує протікання глобальних макрофінансових процесів, заохочуючи завищення попиту на активи і зниження глобальних процентних ставок відповідно до оптимального рівня, з поправкою на інфляцію цін на первинні ресурси. У сфері глобальної фінансової стабільності функціонування фондів, найімовірніше, породжує амбівалентні наслідки: вони можуть створювати й нові можливості, й нові загрози, тобто бути і фактором стабілізації ситуації з ліквідністю на ринку, і фактором підвищення його короткострокової волатильності. Однак у сфері глобальних монетарних процесів фонди суверенного багатства виконують все-таки негативну місію: руйнується система коригування платіжних дисбалансів, валютний курс дедалі більше прив'язується до стану ринку активів, а не до стану експортно-імпортних процесів, формується відкладання внутрішньої інфляції шляхом її перенесення на глобальний рівень, де вона набуває форми зростання вартості первинних ресурсів.