

М. І. Диба, І. В. Краснова

СУВЕРЕННІ ФОНДИ НА РИНКУ КАПІТАЛІВ

Вивчення ролі суверенних фондів на фінансовому ринку та у світовій економіці, розуміння їхньої місії, стратегії та поведінки становить науковий і практичний інтерес. У статті розкрито ключові аспекти діяльності таких фондів як нових інституційних інвесторів на ринку капіталів, кількість, розмір і значення котрих у світовому фінансовому співтоваристві зростає в геометричній прогресії. На основі аналізу статистичного матеріалу визначено тенденції в діяльності фондів у посткризовий період, що засвідчують підвищення їх активності, прагнення до диверсифікації інвестиційних портфелів шляхом включення до зони уваги фондів нерухомості як класу активів та розширення географії інвестицій. Наголошено, що інвестиційна діяльність фондів, котрі є державними інститутами, спричиняє серйозні дебати у зв'язку з непрозорістю їхніх цілей і структури, ймовірністю політично мотивованих інвестицій та можливим втручанням у функціонування приватних компаній, чії акції вони купують. Досліджено роль і місце цих державних фондів у забезпеченні макроекономічного розвитку та стабільності фінансової системи, а також у врівноваженні глобальних дисбалансів. Спектр суверенних фондів дуже широкий, кожному типу притаманна власна інвестиційна стратегія управління активами, обумовлена метою його створення. Підкреслено що, нівелюючи дію припливів і відпливів коливань ринку, фонди, прагнучи до диверсифікації та реалізації антициклічних інвестицій, включали у свої портфелі всі класи активів та інвестиційні стилі. Різноманіття таких фондів вигідне для країн — реципієнтів інвестицій, також, як показує світовий досвід, їх доцільно створювати в країнах із негнучкою економікою, до того ж джерел їх формування дуже багато. Отже, Україні варто накопичувати цей досвід із урахуванням його майбутнього застосування.

Ключові слова: суверенні фонди, фінансова стабільність, інвестиційна стратегія, інституціональні інвестори, фінансові активи.

Рис. 4. Табл. 3. Літ. 19.

М. И. Дыба, И. В. Краснова

СУВЕРЕННЫЕ ФОНДЫ НА РЫНКЕ КАПИТАЛОВ

Изучение роли суверенных фондов на финансовом рынке и в мировой экономике, понимание их миссии, стратегии и поведения представляет научный и практический интерес. В статье раскрыты ключевые аспекты деятельности таких фондов как новых институциональных инвесторов на рынке капиталов, количество, размер и значение которых в мировом финансовом сообществе растет в геометрической прогрессии. На основе анализа статистического материала определены тенденции в деятельности фондов в посткризисный период, которые свидетельствуют о повышении их активности, стремлении к диверсификации инвестиционных портфелей путем включения в зону внимания фондов недвижимости как класса активов и расширения географии инвестиций. Отмечено, что инвестиционная деятельность фондов, являющихся государственными институтами, вызывает серьезные дебаты в связи с непрозрачностью их целей и структуры, вероятностью политически мотивированных инвестиций и возможным вмешательством в функционирование частных компаний, чьи акции они покупают. Исследованы роль и место этих государственных фондов в обеспечении макроекономического развития и стабильности финансовой системы, а также в уравнивании глобальных дисбалансов. Спектр суверенных фондов очень широкий, каждому типу присуща собственная инвестиционная стратегия управления активами, обусловленная целью его создания. Подчеркнуто что, нивелируя действие приливов и отливов колебаний рынка, фонды, стремясь к диверсификации и реализации антициклических ин-

© Диба М. І., Краснова І. В., 2015

вестицій, включали в свої портфелі все класи активів і інвестиційні стилі. Многообразие таких фондів вигідно для країн — реципієнтів інвестицій, також, як показує світовий досвід, їх цілеспрямовано створюють в країнах з гнучкою економікою, к тому ж джерел їх формування дуже багато. Отже, Україні варто накопичувати цей досвід з урахуванням його майбутнього застосування.

Ключеві слова: суверенні фонди, фінансова стабільність, інвестиційна стратегія, інституціональні інвестори, фінансові активи.

Mychailo Dyba, Iryna Krasnova

SOVEREIGN WEALTH FUNDS ON THE CAPITAL MARKET

Study of the role of sovereign wealth funds in the financial market and in the global economy, understanding their mission, strategies and behavior represent scientific and practical interest. In the article the basic aspects of the new sovereign wealth funds as institutional investors in the capital market are revealed, which number, size and importance are increasing exponentially in the global financial community. Based on the analysis of statistical material trends of funds' activity in the post-crisis period are defined, that is confirmed by increasing activity, desire for diversification of investment portfolios by including real estate funds as an asset class and expanding geography of investments. It is emphasized that investment activity of funds, which are public institutions, causes much debate related to the opacity of their objectives and structure, probability of politically motivated investments and possible interference in private companies' activity whose shares is bought. However, the article examines the role and place of public funds in ensuring macro-economic development and stability of the financial system, as well as in balancing global imbalances. The range of sovereign funds is very wide, each type of investment strategy inherent in its own asset management, which is due to target a fund. It is underlined that leveling the influence of market fluctuations sovereign wealth funds included the whole range of their portfolio asset classes and investment styles seeking to diversify and implement counter-cyclical investments. The variety of sovereign wealth funds could be seen as a positive thing for Ukraine as recipient country in search of investments. Besides this, studying world experience shows that the creation of such funds is appropriate in countries with inflexible economies where the range of sources is very diverse. Thus, Ukraine should accumulate this experience to implement it in future.

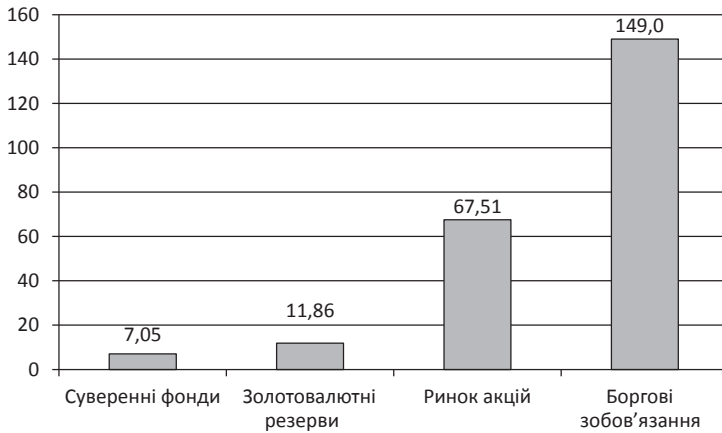
Keywords: sovereign wealth funds, financial stability, investment strategy, institutional investors, financial assets.

JEL classification: G20, G23, G28.

У сучасних глобальних умовах уряд будь-якої країни залучено до економічної та фінансової діяльності, що передбачає контроль і управління пулом фінансових активів за допомогою різних інституційних структур. Однією з ключових інституцій такого типу є суверенні фонди (Sovereign Wealth Fund, SWF).

Суверенні фонди (СФ) з'явилися в 1950-х роках, а в останніх два десятиліття в більш ніж 50 країнах — від Норвегії до Сінгапуру — створено державні СФ, котрі надзвичайно швидко перейшли від периферії до центру глобальної фінансової архітектури. У 2007 р., до останньої економічної кризи, сукупні активи таких фондів становили 3,3 трлн дол. США, або 5,8 % світового ВВП, а на сьогодні зросли більш ніж удвічі — до 7,37 трлн дол., або 9 % світового ВВП.

Загальний розмір активів світового фінансового ринку становить 294 трлн дол. США [1], відповідно частка активів СФ — 2,5 %. Оцінюючи місце суверенних фондів на фінансовому ринку (рис. 1), порівнюємо обсяг їхніх активів із капіталізацією світового ринку акцій, сукупним обсягом валютних резервів, а також боргових зобов'язань (державні й корпоративні облигації): у 2014 р.



Джерело: побудовано за даними Sovereign Wealth Funds Institute (<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings>); Фонду стратегічної культури (<http://www.fondsk.ru/news/2014/09/27/panorama-mirovyh-valjutnyh-rezervov-informacija-k-razмышleniju-29690.html>); Росбізнесконсалтинг (<http://top.rbc.ru/finances/25/02/2015/54edc9b59a79477fccb957da>); веб-сайту take-profit.org (<http://take-profit.org/newsreview.php?mid=32647>).

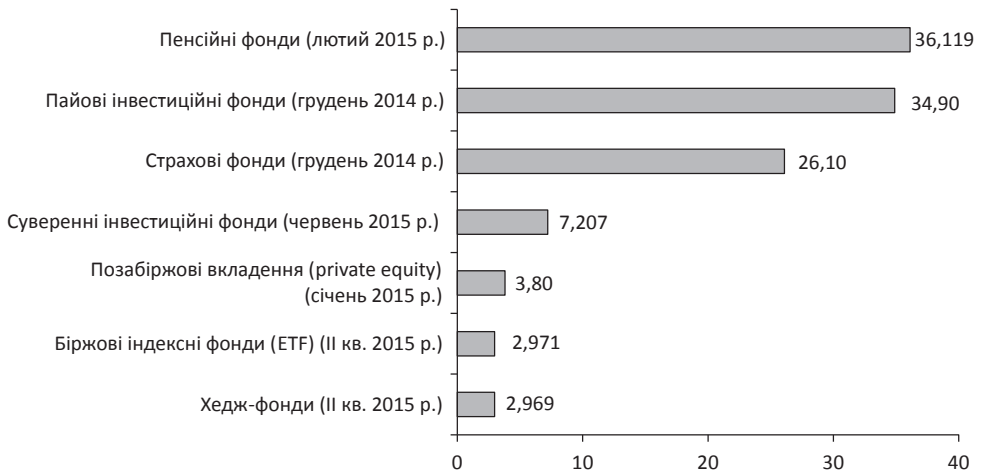
Рис. 1. Обсяг сукупних активів суверенних фондів порівняно з розмірами золотовалютних резервів, ринку акцій та боргових зобов'язань станом на I кв. 2014 р., трлн дол. США

активи СФ становили 10,4 % капіталізації світового ринку акцій та майже 5 % сукупних боргових зобов'язань.

Разом з тим активи СФ становлять майже 84 % валютних резервів світу. Завзяте створення урядами багатьох країн таких фондів поряд зі значним зростанням резервів центральних банків стало характерною рисою сучасної фінансової системи. На відміну від золотовалютних резервів, структура й напрями інвестування яких великою мірою детерміновані міжнародними стандартами, СФ допускають істотно більшу варіативність своїх вкладень, котра проявляється, наприклад, у можливості купувати більш ризикові ринкові інструменти (акції, облігації, деривативи), переважно іноземні, а також в інвестуванні у внутрішні інфраструктурні проекти.

Варто зауважити, що СФ не тільки швидко збільшили власні активи, а й протягом останнього десятиліття перетворилися на впливових інституційних гравців міжнародного ринку капіталів. Обсяги активів найважливіших інституціональних інвесторів фінансового ринку, до яких належать і СФ, показано на рис. 2.

Спільним у суверенних фондів та інших інституціональних інвесторів є управління крупними сумами коштів, довгий інвестиційний горизонт. Разом із тим, оскільки такий фонд є державною інституцією, з точки зору державного регулювання ринкової економіки його можна розглядати як інструмент



Джерело: побудовано за даними Towers Watson (<http://www.towerswatson.com/en/Insights/IC-Types/Survey-Research-Results/2015/02/Global-Pensions-Asset-Study-2015>); Sovereign Wealth Funds Institute (<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings>); Preqin (<http://www.preqin.com/docs/reports/2015-Preqin>).

Рис. 2. Активи найбільших інституційних інвесторів світу, трлн дол. США

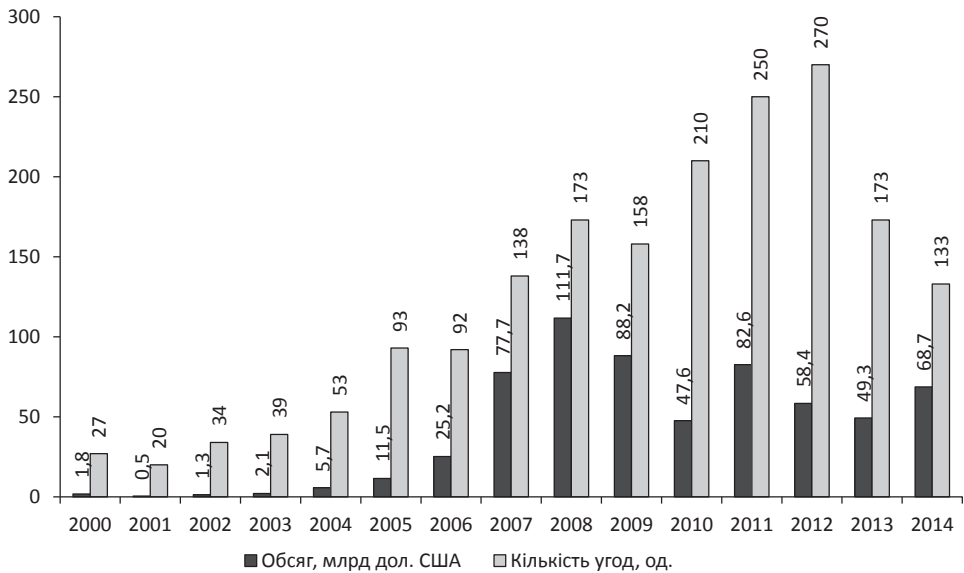
державного управління, за допомогою котрого держава — емітент фонду реалізує власну інвестиційну стратегію на внутрішньому й зовнішньому ринках. Відповідно, інвестиційна стратегія діяльності СФ є більш консервативною та менш гнучкою. До недавнього часу такі фонди на фінансовому ринку виступали переважно як традиційні портфельні інвестори, що вкладають свої кошти тільки заради отримання певних незначних дивідендів. Проте останні транзакції вказують на початок переходу СФ (як мінімум потенційно) до категорії стратегічних інституційних інвесторів, котрі можуть брати участь в управлінні активами, в які фонд інвестує кошти.

Ландшафт суверенних інвестицій змінюється — з’являються нові засоби й об’єкти. 2014-й став особливим роком для СФ, головним чином завдяки:

— скороченню числа угод, зростанню інвестицій. У 2014 р. 18 СФ уклали 133 угоди, тобто на 23 % менше, ніж у 2013 р., на суму 68,6 млрд дол. США, що на 39 % більше, ніж попереднього року та є позитивною тенденцією (рис. 3);

— збільшенню кількості мегаугод. У 2014 р. середня сума угоди різко зросла порівняно з 2013 р., сягнувши 516,2 млн дол. США. А сума, на яку укладено 10 найкрупніших угод, становить понад 50 % загального обсягу інвестицій;

— зростанню інвестицій у нерухомість. Обсяг таких капіталовкладень збільшився втричі порівняно з 2013 р., сягнувши рекордного рівня в історії СФ. 32 члени Міжнародного форуму суверенних фондів офіційно повідомили про укладання угод на суму 31,5 млрд дол. США. Таким чином, на операції з нерухомістю припадає 24 % всіх операцій та 46 % загального обсягу інвестицій



Джерело: Towards a New Normal Sovereign Wealth Fund Annual Report 2014 / B. Bortolotti (ed.) ; Centre for Applied Research on International Markets, Banking, Finance and Regulation. — Milan, 2015 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.unibocconi.it/wps/wcm/connect/83cfaeaa-d5fd-4021-8021-15104503a863/SIL_Report_2015.pdf?MOD=AJPERES.

Рис. 3. Динаміка інвестицій суверенних фондів за 2000—2014 рр.

у 2014 р. Найактивнішими учасниками ринку були фонди Китаю, який купував нерухомість по всьому світу. Найбільший СФ цієї країни — China Investment Corporation (CIC) у 2014 р. купив 10 торговельних центрів у Франції та Бельгії за ціною близько 1,3 млрд євро. Це одне з його найкрупніших придбань у Європі. Крім того, CIC скуповує комерційну нерухомість в інших регіонах світу;

— *уповільненню інвестицій у фінансовий сектор.* Уперше за останнє десятиліття обсяг угод у цьому секторі не досяг і 10 млрд дол. США;

— *послабленню інтересу до інноваційних секторів, венчурного капіталу.* У 2014 р. СФ подолали небажання інвестувати у так звані стратегічні сектори, уклавши лише 13 угод у високотехнологічних секторах на суму 2,1 млрд дол. США;

— *розширенню географії угод.* Розвинуті ринки (в першу чергу США й Великобританії) й надалі отримують велику частку інвестицій, а саме 55 % загальної вартості угод, проте спостерігається 10-відсоткове зниження порівняно з 2013 р. Відрахування зміщуються на користь Азійсько-Тихоокеанського регіону, особливо Китаю, та країн Близького Сходу й Північної Африки (MENA) — на 26 % (18,1 млрд дол. США) і 17 % (12,1 млрд дол.) загального обсягу інвестицій відповідно. Єврозона у 2014 р., за винятком Італії, виявилася непривабливою для СФ;

— *підвищенню активності Сінгапуру*. Діяльність двох національних фондів, GIC і Temasek, у 2014 р. справді вражає: ними було укладено 57 угод на суму 7,6 млрд дол. США, що більш ніж удвічі перевищує обсяг інвестицій у 2013 р.

Загалом можна зазначити, що суверенні фонди є державними інституціональними інвесторами, їхня основна діяльність пов'язана з накопиченням суверенних грошових коштів (пулів) завдяки сприятливим макроекономічним, торговим і фінансовим позиціям країни та розміщенням їх у фінансові й альтернативні активи за кордоном та всередині країни для реалізації довгострокових цілей стабільного розвитку держави. Головними завданнями таких фінансових інститутів є: підтримка стабільності економіки, запобігання негативним проявам кон'юнктури ринку та акумулювання коштів для наступних поколінь із гарантуванням національним підприємствам додаткових стимулів розвитку та високого ступеня соціальної захищеності населення сьогодні й у майбутньому. На думку експертів Стенфордської економічної школи, виникнення та розвиток СФ свідчить про посилення світової тенденції присутності прямої державної участі в корпоративній діяльності, котра дістала назву “новий меркантилізм” [2].

Фактори зростання СФ — розбудова експортних ринків країн, що розвиваються, прагнення останніх до накопичення масштабних резервів та високі ціни на енергоносії — сьогодні втратили силу, й у найближчому майбутньому приплив валютних резервів до країн-експортерів уповільнюватиметься. На сьогодні глобальні валютні резерви перевищують 13 трлн дол. США, три чверті яких припадає на Азію. При цьому Китай, котрому належить 3,66 трлн дол., більше не вважає за потрібне накопичувати такі резерви [3]. СФ намагаються згладити ефект падіння доходів шляхом збільшення віддачі від своїх інвестицій, надаючи перевагу їх розподілу на користь крупніших і ризиковіших угод, і навіть беруть активнішу участь у своїх традиційних “безпечних і великих” класах активів. Низькі ціни на сировинні товари й експорт не лише зменшуватимуть приплив коштів до СФ, а й призведуть до посилення внутрішнього тиску на політиків, щоб використати ресурси цих фондів для підтримки національної економіки. Досвід Росії свідчить, що активне, нераціональне витрачання коштів СФ¹ зрушує розподіл активів на користь менш ризикових, більш ліквідних. Отже, наразі головним завданням є пошук компромісу між фінансовою віддачею та фіскальною стабілізацією. Вирішального значення в цій дилемі набуває внутрішнє управління: коли приплив коштів зростає, нечіткі, суперечливі мандати й правила легко підмінити. Але коли він відсутній, проявляється фінансова неспроможність фонду та недоліки менеджменту.

¹ Через втрату 130 млрд дол. США валютних резервів, щоб підтримати валюту й банки, близько 20 млрд дол. від двох СФ (Резервного фонду та Фонду національного добробуту) були надані для виплати зовнішніх зобов'язань, а насправді — продані банками на внутрішньому валютному ринку.

Здатність фондів акумулювати фінансові ресурси, зазвичай відокремлені від державного бюджету [4], та спрямовувати їх для досягнення цілей, що стоять перед країною, визначає їхні якісні відмінності від інших інвесторів на міжнародному ринку. Це, з одного боку, дає змогу державам — власникам суверенних фондів підвищити прибутковість управління національними заощадженнями, а з другого — робить їхні інвестиції впливовішими, в т. ч. у політичному контексті.

Існує два протилежних підходи щодо доцільності існування СФ. Згідно з першим, вони не потрібні, а їх створення взагалі не корисне для суспільства та економіки; відповідно до другого економіці необхідні резервні грошові кошти, так звана подушка безпеки у вигляді суверенних фондів.

Певні перестороги стосовно СФ пов'язані з:

- непрозорістю їхніх цілей і структури, що через великі обсяги коштів може викликати волатильність на ринках [5];

- імовірністю політично мотивованих інвестицій та використання фондів у геополітичних цілях країни [6], що пов'язано з переливом капіталів із периферійних країн до центру, економічно розвинутих країн, а не навпаки;

- можливістю негативного впливу СФ на ефективність управління компаніями, чії акції вони придбають [7]. Після десятирічних зусиль із дерегулювання економічних систем та вивільнення ринкових сил з-під контролю держави, масове скуповування фондами активів найбільших західноєвропейських і північноамериканських компаній, котрі зазнають труднощів в умовах поточної кризи, здатне викликати відповідну реакцію у вигляді хвилі фінансового протекціонізму [8].

Взагалі суверенні інвестиційні фонди досі не були помічені в тому, в чому їх часом підозрюють, а саме у спробах політичного чи комерційного тиску. Факти свідчать швидше про зворотне. Наприклад, створена у 2007 р. Китайська інвестиційна корпорація, придбавши міноритарний пакет американської інвесткомпанії “Blackstone”, відразу оголосила, що, в принципі, не претендує на місце в її раді директорів. Аналогічним чином, коли голова подібної ради швейцарського банку “UBS” М. Оспел, говорячи про угоду з Інвестиційною корпорацією уряду Сінгапуру, зауважив, що нові інвестори можуть отримати місця в цій раді, у відповідь голова правління корпорації Т. Тан заявив, що вона аж ніяк не намагається домогтися контролю над UBS.

Експерти з діяльності суверенних інвестиційних фондів зазначають, що СФ схильні втручатися в політику компаній, акціонерами яких стають, навіть меншою мірою, ніж приватні інвестиційні фонди. Менеджери останніх виявляють активність у цьому напрямі, оскільки прагнуть досягти найвищої прибутковості вкладень для акціонерів (зазначене особливо характерне для хедж-фондів, сенс інвестиційної стратегії котрих полягає саме в одержанні доходів від управління ризиками). Для очільників СФ насамперед важливо бути впевненими в цілості довірених їм в управління державних грошей. Тому, як показує практика, такі фонди проводять консервативну інвестиційну політику та уникають вкладень у хронічно проблемні компанії.

Поряд із традиційною критикою останнім часом дедалі більша увага приділяється оцінці міжнародної інвестиційної діяльності СФ та їхнього впливу на світові ринки капіталу й валютно-фінансову систему загалом [9; 10]. Побоювання щодо фондів виникають головним чином через брак інформації про характер, цілі й масштаби їхньої інвестиційної діяльності. Однак, на нашу думку, СФ якраз позитивно впливають на світову фінансову систему, зокрема сприяють її стабілізації. До того ж суверенні фонди:

по-перше, є переважно довгостроковими інвесторами, не прагнуть до миттєвих прибутків, не залучають для своїх операцій позикові кошти (на відміну від приватних хедж- та інших інвестиційних фондів), дотримуються найконсервативніших інвестиційних стратегій. На думку багатьох експертів, як довгострокові (long-term) інвестори СФ не впливають на ціну активів та, оскільки не мають позикового капіталу, не піддаються спекулятивному азарту та під час ринкового спаду спроможні довше тримати активи або торгувати проти тренду. Наприклад, фонди, котрі вклали значні кошти в акції, зазнали великих збитків через різкий спад на фондових ринках, проте відновили більшість втрат у наступні роки, демонструючи готовність бути довгостроковими інвесторами [11; 12]. Тим самим СФ частково локалізують кризові явища на ринках капіталу, сприяючи стабілізації фінансових ринків. Окрім того, в деяких країнах, зокрема на Близькому Сході, СФ останнім часом підтримують національні фондові ринки та фінансові інститути;

по-друге, великі суверенні фонди зацікавлені в диверсифікації портфеля таким чином, щоб обмежити негативні наслідки, проводять зміну структури активів обережно й поступово, не зменшуючи їхньої ринкової вартості;

по-третє, є законослухняними й передбачуваними інвесторами, здійснюють інвестиції відповідно до законодавства країн-реципієнтів, керуючись переважно економічними, а не політичними мотивами. Вони орієнтуються на портфельні вкладення та не претендують на участь в управлінні активами компанії, тобто не вносять дисонансу в їхні ринкові стратегії;

по-четверте, як довгострокові інвестори урізноманітнюють глобальну базу інвесторів. Вони не лише не перешкоджають конкуренції на фінансових ринках, а й створюють вагому частину бізнесу для компаній із приватного сектору, котрі їх обслуговують. На нашу думку, якраз уведення обмежень для таких фондів може зашкодити вільній конкуренції;

по-п'яте, інвестиції СФ можуть поглибити й розширити ринки. Міжнародна інвестиційна діяльність фондів сприяє пом'якшенню дефіциту ліквідних коштів у періоди глобального фінансового стресу. Здійснення крупних вкладень у акції при падінні фондових ринків, як, наприклад, у 2007—2009 рр., забезпечує розширення ринку інвестицій та поліпшує його структуру, а також, завдяки довгостроковості й диверсифікованості вкладень, підвищує ефективність його функціонування та знижує волатильність, що також веде до фінансової стабільності [13—15];

по-шосте, частково компенсують глобальні дисбаланси у світовій економіці, фінансуючи дефіцити бюджетів та покриваючи брак інвестиційних ресурсів розвинутих країн.

Найбільшої популярності фонди зажили в країнах — нафтоекспортерах, де вони формуються за рахунок доходів від масового експорту сировинних ресурсів. Саме на ці фонди сьогодні припадає понад дві третини сукупного капіталу всіх СФ світу. Другу за капіталом групу складають СФ країн Азії, котрі створюються за рахунок додатного сальдо торгового балансу від експорту несировинних товарів. Оскільки такі фонди виникали насамперед у країнах — нафтоекспортерах, у економічній літературі їх створення зазвичай обґрунтовується необхідністю захищати національну економіку від можливого скорочення експортного доходу в разі зниження цін на нафту, а розмір тісно пов'язується із сумою компенсації втрат від такого зниження.

На думку Ю. Бегми й Т. Чедишвілі, таке загальновизнане трактування причин і передумов появи СФ не відповідає дійсності [16]. Так, у період найглибшої світової фінансової кризи 2007—2008 рр. грошові ресурси фондів практично не використовувалися для відновлення економічної ситуації — частково вони залучалися для рекапіталізації великих американських інвестиційних банків [17]. З березня 2007 р. до квітня 2008 р. сукупні інвестиції СФ у рекапіталізацію цих банків становили 45 млрд дол. США. Найбільший внесок у рекапіталізацію зробили фонди Сінгапуру (46 %), країн Перської затоки (33 %) та Китаю (10 %). Проте в цілому завдання протидії кризі виконувалося без залучення їхніх ресурсів, потреба у створенні яких, власне, пояснювалася першочерговістю розв'язання кризових проблем. Зазначене дещо порушує логічну обґрунтованість декларованих посилань на необхідність формування фондів для захисту національної економіки від нестійкої кон'юнктури сировинних ринків.

СФ активно створюються не тільки експортерами сировини, а й імпортерами нафти. Це країни, котрі або успішно нарощують товарний експорт (наприклад, Японія, Ірландія, Китай, Південна Корея), або проводять експансійну політику на глобальних фінансових та інформаційних ринках, включаючи Сінгапур і Гонконг. Профіцит зовнішньоторговельного балансу може виникнути внаслідок експортної експансії, зниження цін на імпортні товари, зміни валютного курсу, а також адміністративних обмежень імпортних поставок. Коли держава, що має профіцит за рахунком поточних операцій, накопичує резервів більше, ніж їй потрібно для досягнення найближчих цілей, вона, як правило, створює суверенний фонд із метою управління цими “додатковими” резервами. Різниця між валютними доходами й витратами не покривається внутрішніми інвестиціями через неспроможність промислової інфраструктури країни абсорбувати надлишок коштів. Щоб виключити інфляційні наслідки зростання грошової маси, надлишок валютних коштів доводиться “стерилізувати”, переміщуючи їх за кордон.

Очевидно, що проблема дисбалансу зовнішніх платежів має глобальний, системний характер. Постійний істотний профіцит платіжного балансу

в одних країнах та перманентна дефіцитність зовнішніх розрахунків у інших (значний дефіцит у США (у зв'язку з “приєднанням” до кризи Великобританії та великі профіцити в Китаї) зумовлюють нерівномірний розподіл капіталу між державами, що набуває загрозливого хронічного характеру. Корекція світових дисбалансів, розпочата у 2008 р., є процесом тривалим і “нелінійним”. Отже, СФ є одночасно наслідком незбалансованості глобальних фінансових потоків та інструментом усунення дисбалансів.

Такі фонди створені як у країнах із дефіцитом, так і з профіцитом платіжного балансу, зокрема тих, де ці показники є найвищими (табл. 1). Цілком логічно, що найбільші обсяги суверенних коштів зосереджені в державах із профіцитом балансу. СФ допомагають нейтралізувати небажані наслідки надлишку іноземної валюти за рахунок їх “стерилізації”. У 2013 р. через падіння цін на нафту до десятки країн із найвищим профіцитом не увійшли Норвегія, Росія та Сінгапур. Їх замінили Катар, ОАЕ, а також Республіка Корея й Тайвань, провінція Китаю. Економічні наслідки нафтового шоку швидко матеріалізувалися. Узагалі, різке зниження цін на нафту спричиняє перерозподіл від вкладників до споживачів реальних доходів у країнах-імпортерах, таких як Японія, держави — члени ЄС та США, що зменшили дефіцит.

У країнах із розвинутою, гнучкою економікою, де валютний курс формується на основі ринкового механізму попиту й пропозиції, зростання курсу національної валюти (як і зниження ефективності експорту продукції) веде до швидкого переміщення капіталу в інші сфери. Так, у 2013 р. Китай зменшив профіцит завдяки примноженню інвестицій, проведенню стимулюючої податково-бюджетної політики збільшення видатків, бурхливому розвитку кредитування та підвищенню цін на активи. Крім того, розвинуті країни, наприклад Німеччина, котра має найбільший профіцит, а також Швейцарія й Нідерланди, є активними учасницями світових фінансово-економічних відносин. Тому їм не потрібно створювати спеціальні фонди для компенсації можливих втрат у разі зміни кон'юнктури світових ринків певних товарів: адаптивність національної економіки та мобільність ресурсів цілком забезпечують її захист і безпеку.

Отже, СФ, незалежно від задекларованих обґрунтувань, фактично використовуються для реалізації рішень економічної політики. Крім того, формування додаткового фінансового забезпечення у вигляді таких фондів зумовлене необхідністю гарантування майбутніх державних витрат, пов'язаних зі старінням населення та пошуком моделі соціального багатства. З початку 1980-х років, приміром, на Алясці діє вельми популярний Alaska Permanent Fund, котрий сплачує щорічні дивіденди для всіх громадян. Обсяг накопичених у СФ коштів визначає інвестиційну привабливість країни та можливість майбутніх позик на сприятливих умовах. Іншими словами, такі фонди створювалися в неоднакових умовах і з різними цілями, але завжди з довгостроковою перспективою.

Слід зауважити, що використання коштів СФ усередині країни, для фінансування потреб національної економіки, може завдати їй серйозної шкоди.

Таблиця 1. Сукупна величина коштів суверенних фондів у країнах, що мали найбільші дефіцит і профіцит у 2013 р.

Країна	Розмір дефіциту/профіциту			Сукупна величина коштів суверенних фондів	
	млрд дол. США	% ВВП	% світового ВВП	млрд дол. США	% загального обсягу
<i>Країни з найбільшим профіцитом</i>					
Німеччина	274	7,5	0,37	—	—
Китай	183	1,9	0,25	1 934,9	26,26
Саудівська Аравія	133	17,7	0,18	762,5	10,35
Швейцарія	104	16,0	0,14	—	—
Нідерланди	83	10,4	0,11	—	—
Корея	80	6,1	0,11	84,7	1,15
Кувейт	72	38,9	0,10	592,0	8,06
ОАЕ	65	16,1	0,09	1 214,8	16,49
Катар	63	30,9	0,08	256,0	3,48
Тайвань	58	11,8	0,08	—	—
Усього	1 113	—	1,50	4 844,9	65,76
<i>Країни з найбільшим дефіцитом</i>					
США	-400	-2,4	-0,54	141,2	1,92
Великобританія	-114	-4,5	-0,15	—	—
Бразилія	-81	-3,6	-0,11	5,3	0,07
Туреччина	-65	-7,9	-0,09	—	—
Канада	-59	-3,2	-0,08	17,5	0,24
Австралія	-49	-3,2	-0,07	95,3	1,29
Франція	-37	-1,3	-0,05	25,5	0,35
Індія	-32	-1,7	-0,04	—	—
Індонезія	-28	-3,3	-0,04	0,3	0,004
Мексика	-26	-2,1	-0,03	6,0	0,08
Усього	-891	—	-1,20	291,1	3,95

Джерело: побудовано за даними Звіту МВФ “Перспективи розвитку світової економіки: наслідки кризи, загрози, невизначеність” (<http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2014/02/pdf/textr.pdf>) та Рейтингу суверенних фондів за розміром активів (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>).

Так, у Нігерії в 1990—1994 рр. політика збільшених видатків бюджету за рахунок додаткових доходів від експорту в період високих цін на нафту призвела до накопичення диспропорцій. При раптовому й доволі тривалому погіршенні зовнішньоекономічної кон’юнктури держава не змогла й далі фінансувати обсяг своїх бюджетних зобов’язань, які зросли за сприятливих умов. Прямим наслідком такої політики стала найглибша економічна криза в історії країни.

Приклад виваженої макроекономічної політики демонструють Норвегія та Чилі, які послідовно обмежували залучення коштів стабілізаційних фондів на покриття поточних витрат бюджету. Завдяки більш продуманому й прагматичному використанню СФ цим державам вдалося знизити рівень інфляції, зменшити коливання внутрішнього попиту та зберегти профіцит бюджету.

Отже, наявність таких фондів не повинна впливати на макроекономічну політику раціонального обмеження державних бюджетних видатків, навіть у разі додаткових грошових надходжень.

Тісна координація з макроекономічною політикою й управлінням іншими активами і зобов'язаннями у державному секторі має велике значення. У цьому контексті головне правильно визначити мандат функціонування суверенного фонду, врахувати наслідки для економіки загалом. Передусім треба сформулювати мету створення фонду, передбачити відповідність його інвестиційної політики макроекономічним умовам. Окрім того, структура управління повинна гарантувати чіткий розподіл повноважень і обов'язків між різними регулюючими органами, а також оперативну незалежність менеджера з відповідною системою стримувань і противаг. Це необхідно для забезпечення легітимності суверенних інвестицій, зниження ризиків шахрайства і зловживань та побудови ефективного державного інвестиційного інституту, яким є суверенний фонд.

Політичні цілі СФ можуть варіюватися залежно від макрофінансових завдань, котрі вони прагнуть розв'язати. Організаційна структура фонду повинна передбачати чіткий розподіл відповідальності й повноважень, забезпечувати ієрархію в прийнятті рішень, що знижує ризики, сприяє ефективному контролю управління фондом. Зазвичай СФ мають чіткі правила фінансування й використання коштів, закріплені статутом. Найчастіше ці правила збігаються з цілями фонду. У більшості випадків, відрахування із СФ відбуваються в рамках державного бюджету, щоб забезпечити узгодженість із іншими цілями макроекономічної політики.

Суверенні фонди відрізняються за метою формування та подальшим розподілом активів. Залежно від мети створення й функціонування МВФ виокремлює стабілізаційні, ощадні, резервні фонди, державні інвестиційні корпорації, фонди розвитку (табл. 2).

Загалом управління національними резервами та цілі створення СФ залежать від специфіки країни. Деякі держави, такі як Венесуела, Чилі, Алжир, сформували стабілізаційні фонди, щоб захистити свою валюту й бюджет від надмірної нестабільності, інші, наприклад Індія, Саудівська Аравія, — отримати надлишки у валютні резерви через волатильність їх потоків, доходів і структурних дефіцитів. Уряд Японії вважає найактуальнішою проблему старіння населення, тому формує суверенні пенсійні фонди. Багаті на нафту країни Перської затоки спрямовують надлишки доходів від продажу сировини на інвестування зарубіжних проектів, щоб забезпечити достаток майбутніх поколінь, коли їхні запаси нафти вичерпаються.

На думку експертів МВФ, більшість країн на практиці комбінує напрями використання СФ. Приміром, у Азербайджані, Ботсвані, Тринідаді і Тобаго, Норвегії основними завданнями таких фондів є стабілізація фінансової системи та заощадження, в Австралії — розв'язання соціальних проблем (ощадний/пенсійний резерв); у Казахстані — стабілізація, збереження, інвестиційна діяльність. Цілі створення фондів впливають на вибір інвестиційної стратегії

Таблиця 2. Типи суверенних фондів за метою створення й функціонування

Тип фонду	Мета створення	Інвестиційний горизонт	Місцезнаходження та приклади таких фондів
Стабілізаційні фонди (stabilization funds)	Макроекономічна стабільність, зниження волатильності доходів бюджету шляхом створення стійкого потоку доходу та захисту економіки країни від різких коливань світових цін на сировину, валюти, ринків цінних паперів та похідних фінансових інструментів	Коротко- й середньострокове інвестування. Вкладають кошти у високоліквідні портфелі активів, у т. ч. до 80 % у цінні папери з фіксованим доходом, зокрема в державні цінні папери, що становлять близько 70 % загального обсягу активів	Норвегія, США (штат Аляска), Венесуела, Колумбія, Кувейт, Нігерія, Перу, Мексика, Іран і Росія (Oil Stabilization Fund), Резервний фонд РФ, Чилі (Economic and Social Stabilization Fund), Petroleum Fund of Timor-Leste
Ощадні фонди (future generation funds)	Накопичення багатства для майбутніх поколінь, конвертація невідновлюваних сировинних активів, надлишкових валютних резервів або приватизаційних надходжень у портфель диверсифікованих активів та пом'якшення наслідків "голландської хвороби" (справедливий розподіл витрат у часі)	Довгострокове інвестування. Інвестиційний мандат таких фондів підкреслює високий профіль ризику вкладень. Диверсифіковані портфелі включають неліквідні й ризикові активи, домінують акції та інші інвестиції (понад 70 %)	Канада (провінція Альберта), США (штат Аляска), Оман, Папуа — Нова Гвінея, Кувейтська інвестиційна компанія (KIA), Government Pension Fund Global (GPF), Норвегія, Abu Dhabi Investment Authority, Суверенний фонд Лівії, Фонд національного благополуччя, Росія
Резервні фонди (пенсійні резервні фонди)	Фінансування непередбачених пенсійних витрат, особливо в країнах із несприятливою демографією; забезпечення непередбачених пенсійних витрат держави за невідомими зобов'язаннями з джерел, відмінних від індивідуальних пенсійних витрат. Правила фінансування й використання коштів орієнтовані на досягнення цілей достатності резерву	Довгострокове інвестування. Мають більш глобальні, диверсифіковані портфелі, інвестують значну частину коштів у акції та інші інвестиції, що приносять великий прибуток, щоб компенсувати зростання пенсійних витрат. Частіше здійснюють довгострокові інвестиції на міжнародних фінансових ринках, що збігаються з часовим горизонтом пенсійних накопичень	Гонконг, Сінгапур, Естонія, ПАР, Японія, Державний пенсійний фонд Австралії (Australian Government Future Fund), Національний пенсійний фонд Ірландії, Державний пенсійний фонд Нової Зеландії, Пенсійний фонд Чилі
Державні корпорації з інвестування резервів — стратегічні суверенні фонди	Отримання інвестиційного доходу, збільшення доходів від управління накопиченими державними фінансовими активами. Кошти можуть бути передані від центрального банку до інвестиційної корпорації, коли запаси перевищують норматив достатності золотовалютного резерву, й навпаки, якщо запаси вважаються недостатніми, вони передаються від державної інвестиційної корпорації до золотовалютних резервів. Надлишкові резерви можуть бути використані для зменшення зовнішнього боргу, зокрема в країнах із ринком, де випуск боргових зобов'язань є дорогим	Довгострокове, більш ризикове інвестування. Здійснюють активні прямі й портфельні інвестиції, включають суверенні інвестиційні фонди, створені для управління міжнародними резервами. Надлишкові кошти можуть бути інвестовані на умовах диверсифікації ризик/дохідність у міжнародні активи (активи вважаються резервами). Висока частка акцій і альтернативних інвестицій: до 50 % у Південній Кореї та 75 % в урядовій інвестиційній корпорації Сінгапуру	Китайська інвестиційна корпорація (CIC), Південна Корея, Інвестиційна корпорація Сінгапуру (GIC), Національна інвестиційна корпорація (NIC), Казахстан

Закінчення табл. 2

Тип фонду	Мета створення	Інвестиційний горизонт	Місцезнаходження та приклади таких фондів
Фонди розвитку	Фінансування інвестиційної політики (пріоритетні соціально-економічні проекти, зазвичай інфраструктурні, або промислова реструктуризація в контексті дефіциту фінансування приватного сектору), яка сприяє розвитку економіки, забезпечуючи збільшення ВВП	Довгострокове інвестування	Європейський фонд розвитку (European Development Fund), Північний фонд розвитку (Nordic Development Fund), Фонд національного добробуту "Самрук-Казина", Mudabala Development Company, OAE, National Development Fund of Iran, Іран

Джерело: складено авторами.

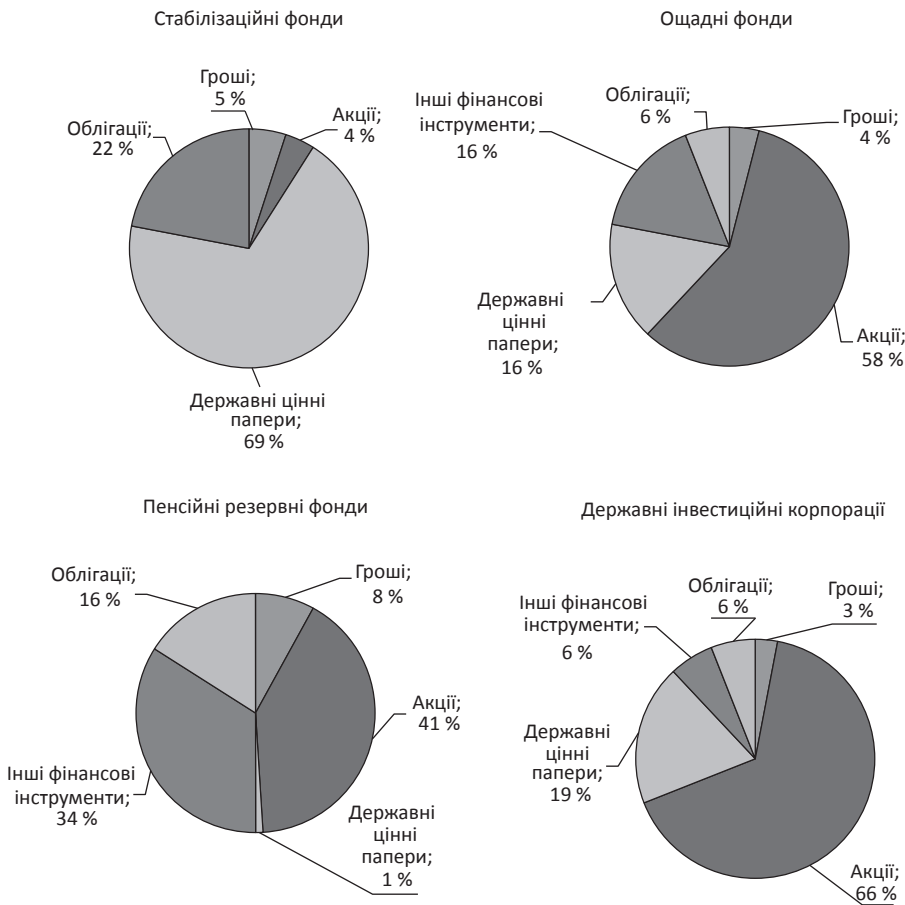
(рис. 4). Стратегічний розподіл активів включає широкий спектр, а саме: акції, облігації, фонди прямих інвестицій, нерухомість, хедж-фонди, біржові фонди, ф'ючерсні контракти, товари тощо. Ці інвестиції проводяться через керуючих активами або безпосередньо у вітчизняні активи, або на міжнародних ринках. Як видно з рис. 4, частка акцій (ризиковий і прибутковий актив) у портфелі суверенних фондів має тенденцію до збільшення з 0—5 % для стабілізаційних фондів до близько 40 % для пенсійних фондів і коливається від 60 до 70 % у портфелях ощадних та інвестиційних фондів.

Сьогодні багато СФ найчастіше збільшують обсяги своїх активів за рахунок не національного багатства, а інвестиційного доходу. Тому, в міжнародній літературі широко вживається поняття про "суверенний інвестиційний фонд" (Sovereign Investment Fund, SIF) [18]. Інвестиційні рішення й розподіл портфеля СФ часто тісно пов'язані з їхніми інвестиційними цілями та структурою управління. У табл. 3 наведено основні характеристики розподілу активів стабілізаційних і ощадних СФ.

Наведемо декілька зауважень стосовно дослідження правил інвестиційної політики окремих фондів:

- Окремим фондам заборонено інвестувати всередині країни, а саме Азербайджану, Чилі, Норвегії й Тимор-Лешті. Головним чином тому, що внутрішні інвестиції можуть суперечити економічній вигоді СФ, наприклад призвести до буму місцевих активів та зниження конкурентоспроможності місцевого експорту в умовах флуктуації валютного курсу (так звана голландська хвороба). Крім того, внутрішній ринок активів може бути занадто дрібним. У країнах, де внутрішні інвестиції можливі, це може бути пов'язано з внутрішніми цілями розвитку (Іран) або стратегією сприяння розвитку приватного сектору (Кувейт).

- Багато СФ, включаючи фонди Ботсвани та Чилі, проводять консервативну політику, не використовуючи фінансові важелі алокації активів. Водночас інші, спираючись на визначену величину дохідності, можуть вільно диверсифікувати активи залежно від обставин на фінансовому ринку.



Джерело: Safe Assets: Financial System Cornerstone? : Global Financial Stability Report / International Monetary Fund. — 2012, April [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2012/01/pdf/c3.pdf>.

Рис. 4. Розподіл активів за типами суверенних фондів

- У деяких СФ встановлено обмеження на використання похідних цінних паперів. Зокрема, нерідко забороняється використовувати деривативи та шукати інші активи з подібною прибутковістю. Приміром, повна заборона діє в Норвегії, а вимоги щодо їх використання виключно для хеджування, оптимізації валюти або досягнення еталонних значень — у Азербайджані й Чилі.

- Окремі СФ застосовують тест суттєвості реалізації ними своїх прав власності. Коли фонди виступають у ролі прямих інвесторів (зазвичай їх величина нейтральна для компанії та становить 1 % або менше), вони зосереджуються на поліпшенні довгострокового інвестиційного доходу. Інші СФ, наприклад Нової Зеландії й Норвегії, заявили, що стосовно екологічних, соціальних і адміністративних питань голосуватимуть відповідно до власних поглядів

Таблиця 3. Характеристика алокації активів стабілізаційних і ощадних суверенних фондів

Критерій	Стабілізаційний фонд	Ощадний фонд
Мета політики	Збереження ресурсів, необхідних для залучення в кризовий період	Примноження коштів, запобігання їх знецінення в майбутньому
Інвестиційний горизонт	Короткостроковий	Довгостроковий
Тип політики	Консервативна	Агресивна
Клас активів	Обмежено високоліквідні активи, низькоризикові, низькодохідні	Широкі класи активів, високоризикові, високодохідні
Склад активів	Інструменти грошового ринку, високонадійні банківські депозити, державні облігації інвестиційного кредитного рейтингу	Акції венчурних компаній, взаємних фондів, корпоративні облігації. Особливою популярністю користуються хедж-фонди
Валютна структура	Негативно корелює з цінами на сировинні товари	Узгоджена з чистим імпортом
Бенчмаркет	Мінімізація волатильності витрат і підтримка адекватної ліквідності	Досягнення реально очікуваних доходів у довгостроковому періоді для підтримки довгострокового придбання багатства
Толерантність до ризику	Низький профіль “ризик —прибутковість”	Активний інвестиційний менеджмент із вищим профілем “ризик — прибутковість”
Управління активами й пасивами	Забезпечення стійкості майбутніх бюджетних витрат	Максимізація чистої вартості фонду з урахуванням кореляції між цінами та зобов'язань за активами

Джерело: складено за: Safe Assets: Financial System Cornerstone? : Global Financial Stability Report / International Monetary Fund. — 2012, April [Електронний ресурс].— Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2012/01/pdf/c3.pdf>.

на управління ризиками та корпоративну поведінку. У цьому контексті варто зауважити, що останнім часом СФ дедалі більше схиляються до концепції сталого розвитку. Свіжим прикладом є Норвегія. Наприкінці травня 2014 р. парламент цієї країни, на вимогу екологів, прийняв рішення про продаж вугільних і енергетичних авуарів державного пенсійного фонду, котрі генерують значну частку доходів. За окремими оцінками, це 122 компанії вартістю 67,2 млрд крон.

На наш погляд, основним вектором зміни бізнес-моделі інвестиційної стратегії СФ залишатиметься перехід від консервативного інвестування (що не відповідає довгостроковому профілю таких фондів) до агресивнішої стратегії, яка передбачає капіталовкладення у високоприбуткові довгострокові активи з метою сприяння стійкому розвитку. Цілком імовірно, що наступним інструментом, котрий почнуть використовувати СФ, стануть прямі інвестиції. Зв'язування навіть частини цих коштів у проектах прямих інвестицій вичерпає потік глобальної ліквідності та допоможе розв'язати проблему глобальних дисбалансів. У міру того, як із високоліквідних паперів ітимуть кошти азійських інституційних інвесторів, рівень ставок за ними підвищиться до рівноважного; коли активи суверенних фондів будуть частково виведені з американської валюти, курс долара знизиться до рівноважного; тільки-но ці прямі інвестиції запрацюють, прискориться трендове зростання глобальної економіки [19].

Таким чином, використання фондами менш консервативних стратегій інвестування приведе до відпливу ліквідності з глобального ринку державних облігацій розвинутих країн та розподілу її по ринках прямих інвестицій багатьох країн світу. Водночас це сприятиме корекції глобальних дисбалансів, за збереження, по можливості, заощаджень держав.

З огляду на зростання значення інвестицій СФ, варто розглянути можливість залучення їх у вітчизняну економіку. При цьому для захисту останньої необхідно знайти оптимальне співвідношення інвестиційної відкритості, спрямованої на залучення коштів СФ на її розвиток, та правил допуску іноземних інвесторів.

Підсумовуючи викладене, слід зазначити таке. СФ являють собою інвестиційні фонди, які створюються державою для досягнення макроекономічних цілей та володіють, розпоряджаються або управляють активами з метою виконання фінансових завдань, використовуючи різні інвестиційні стратегії, переважно за рахунок інвестицій у іноземні фінансові активи.

Суверенний фонд є інвестиційним інструментом, котрий:

- належить безпосередньо суверенному уряду;
- управляється незалежно від інших державних фінансових і політичних інститутів;
- не має певних поточних пенсійних зобов'язань; кошти резервного пенсійного фонду призначені для задоволення майбутніх непередбачених платежів, пов'язаних із проблемою старіння населення;
- інвестує в різноманітні класи фінансових активів із метою отримання комерційного прибутку;
- публічно вкладає значну частину інвестицій на міжнародному ринку, сприяючи вирівнюванню глобальних дисбалансів, регулюванню ліквідності та забезпеченню фінансової стабільності.

Ідея створення й підтримки українського суверенного фонду, орієнтованого на інвестиції у внутрішню економіку, є цілком слушною. У зв'язку з цим набувають актуальності, потребують подальших досліджень і широкого обговорення в суспільстві питання вибору оптимальних механізмів формування такого фонду, якісного управління ним, а найголовніше, ефективного використання його коштів. Окрім того, необхідно розв'язати цілу низку проблем, таких як джерела створення в період зростання зовнішньої заборгованості, організаційна структура й кадрові питання, дотримання міжнародних правил функціонування, мандат інвестиційної політики.

Список використаних джерел

1. Вот как выглядит \$294 — триллионный рынок мировых финансовых активов [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://take-profit.org/newsreview.php?mid=32647>.
2. *Fiechter J.* The French Strategic Investment Fund: A Creative Approach to Complement SWF Regulation of Mere Protectionism? / J. Fiechter ; Harvard European Law Association

// Working Paper Forum 2010 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.law.harvard.edu/students/orgs/hela/workingpaper2010.html>.

3. *Кокшаров А.* Суверенные фонды капитала / А. Кокшаров // Эксперт [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://expert.ru/expert/2013/47/suverennyie-fondyi-kapitala/>.

4. *Devlin W.* A Few Sovereigns More: The Rise of Sovereign Wealth Funds / W. Devlin, B. Brummitt // Economic Round-up. — 2007, Spring. — P. 119—136 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://search.informit.com.au/documentSummary;dn=282954022550056;res=IELBUS>.

5. *Truman E. M.* Sovereign Wealth Funds: Is Asia Different? / E. M. Truman ; Peterson Institute for International Economics // Working Paper Series. — 2011. — June. — P. 3—24.

6. *Yassin Y.* SWF legal immunity poses challenge for lawmakers / Y. Yassin // Central Banking Journal. — 2011. — June 10 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.centralbanking.com/central-banking/news/2078234/swf-legalimmunity-poses-challenge-lawmakers>.

7. *Borlotti B.* The financial impact of SWF investments in listed companies / B. Borlotti, V. Fotak, W. Megginson // University of Oklahoma, FEEM. — 2008. — June. — P. 3.

8. *Hildebrand Ph. M.* The challenge of sovereign wealth funds / Ph. M. Hildebrand // VOX CEPR's Policy Portal. — 2008. — Jan. 21 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.voxeu.org/article/challenge-sovereign-wealth-funds>.

9. *Avendano R.* Are SWF Investments Politically Biased? A Comparison with Mutual Funds / R. Avendano, J. Santiso ; OECD Development Center // Working Paper. — 2009. — No 283, Dec.

10. *Beck R.* The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets / R. Beck, M. Fidora // European Central Bank Occasional Paper Series. — 2008. — No 91, July.

11. Long-term Investors and Their Asset Allocation: Where Are They Now? : Global Financial Stability Report / International Monetary Fund. — Washington, 2011, Sept.

12. Pro-cyclical Behavior of Institutional Investors During the Recent Financial Crisis: Causes, Impacts, and Challenges / М. Papaioannou, P. Joonkyu, P. Jukka, H. van der Hoorn // IMF Working Paper. — 2013. — No 193.

13. Santiago Principles : Sovereign Wealth Funds generally accepted principles and practices / International Working Group of Sovereign Wealth Funds. — October 2008 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ifswf.org/>.

14. *Sun T.* Sovereign Wealth Funds and Financial Stability. An Event Study Analysis / T. Sun, H. Hesse // IMF Working Paper. — 2009. — No 239. — P. 3—18.

15. Sovereign Wealth Funds — A Work Agenda / prepared by the Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departments / IMF. — Washington, D. C., 2008.

16. *Бегма Ю. С.* Суверенные фонды как фактор развития глобальной финансовой системы / Ю. С. Бегма, Т. И. Чедишвили // Экономический журнал. — 2014. — № 3 (35). — С. 113—122.

17. *Столбов М.* Инвестиции суверенных фондов : анализ. эссе / М. Столбов. — Июль 2008 г. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.dcenter.ru/pdf/2008/world_08-01.pdf.

18. *Kotter J.* Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets / J. Kotter, U. Lel ; Board of Governors of the Federal Reserve System // International Finance Discussion Papers. — 2008. — No 940, Aug. — P. 1—59.

19. *Апокин А.* Проблема глобальных дисбалансов в мировой экономике / А. Апокин [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://institutions.com/general/1029-problema-globalnih-disbalansov-v-mirovoj-ekonomike.html>.