

**Карпетян О.М.**

кандидат економічних наук,  
доцент кафедри безпеки, правоохоронної діяльності  
та фінансових розслідувань  
Тернопільського національного економічного університету

**Karapetian Olga**

Ternopil National Economic University

## МЕТОДОЛОГІЯ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ КОШТІВ СУВЕРЕННИХ ФОНДІВ: ГЛОБАЛЬНИЙ ВИМІР

### METHODOLOGY OF FORMATION AND USE OF SOFTWARE FUNDS: A GLOBAL DIMENSION

У статті досліджено методологічні засади формування і використання коштів суверенних фондів, утворених за рахунок золотовалютних резервів органами грошово-кредитного регулювання, та суверенних фондів, сформованих у результаті реалізації фіскальної політики. Визначено, що суверенні фонди здебільшого залежать від концепції управління сировинними доходами, а також від конкретних бюджетних правил і методик. Аргументовано, що вказані правила та методики мають низку переваг і недоліків. При цьому доведено, що країни, які володіють суверенними фондами, використовують одночасно кілька правил із метою пошуку оптимального рішення для зваженого та ефективного управління бюджетними надлишками. За підсумками проведеного дослідження сформовано засади формування та використання коштів суверенних фондів. Визначено принципи формування і використання коштів суверенних фондів: принцип стратегічної координації, принцип цілеспрямованості в управлінні, принцип ефективного управління, принцип повноти формування та використання коштів фонду, принцип соціальної відповідальності, принцип ефективного інвестування, принцип незалежності, принцип прозорості.

**Ключові слова:** суверенний фонд, золотовалютні резерви, валовий внутрішній продукт, бюджет, дефіцит бюджету, заощадження, фіскальна політика, грошово-кредитна політика.

В статье исследованы методологические основы формирования и использования средств суверенных фондов, образованных за счет золотовалютных резервов органами денежно-кредитного регулирования, и суверенных фондов, сформированных в результате реализации фискальной политики. Определено, что суверенные фонды в основном зависят от концепции управления сырьевыми доходами, а также от конкретных бюджетных правил и методик. Аргументировано, что указанные правила и методики имеют ряд преимуществ и недостатков. При этом доказано, что страны, которые обладают суверенными фондами, используют одновременно несколько правил с целью поиска оптимального решения для взвешенного и эффективного управления бюджетными излишками. По итогам проведенного исследования определены основы формирования и использования средств суверенных фондов. Определены принципы формирования и использования средств суверенных фондов: принцип стратегической координации, принцип целеустремленности в управлении, принцип эффективного управления, принцип полноты формирования и использования средств фонда, принцип социальной ответственности, принцип эффективного инвестирования, принцип независимости, принцип прозрачности.

**Ключевые слова:** суверенный фонд, золотовалютные резервы, валовой внутренний продукт, бюджет, дефицит бюджета, сбережения, фискальная политика, денежно-кредитная политика.

The article investigates the methodological principles of the formation and use of the sovereign wealth funds created at the expense of gold and foreign exchange reserves by monetary authorities and the sovereign wealth funds formed as a result of fiscal policy implementation. the formation and use of sovereign wealth funds created through gold and foreign exchange reserves by monetary authorities is directly related to the mechanism of managing gold and foreign currency reserves, such sovereign wealth funds have low organizational and infrastructure integration with the country's budget system. The sovereign wealth funds formed as a result of fiscal policy implementation are fully integrated into the budgetary system. These sovereign wealth funds largely depend on the concept of commodity income management applied to the budgetary system, from specific budgetary rules and techniques to

the generation and use of commodity income within the budget. In the practice of managing commodity incomes in countries that depend on the export of raw materials, there are three basic rules: the rule of "full savings", the rule of "constant consumption" and the rule of "optimal management". It is argued that these rules and techniques have several advantages and disadvantages. At the same time, some countries that own sovereign wealth funds use several rules at the same time to find the optimal rule that allows for a balanced and effective management of budget surpluses. Analysis of the foreign experience of creation and use of sovereign wealth funds showed that the structure of the sovereign wealth investment portfolio changes towards risky assets. Based on the results of the research, the principles of formation and use of sovereign wealth funds were determined. The principles of formation and use of sovereign wealth funds are defined in the article: the principle of strategic coordination, the principle of purposeful management, the principle of effective management, the principle of completeness of formation and use of funds of the fund, the principle of social responsibility, the principle of effective investing, the principle of independence, the principle of transparency.

**Key words:** sovereign wealth fund, gold and currency reserves, gross domestic product, budget, budget deficit, savings, fiscal policy, monetary policy.

**Постановка проблеми.** Нові виклики XXI ст. зумовили необхідність формування нових інститутів забезпечення фінансово-економічної безпеки держави. Передусім це стосується країн, що мають обмежений економічний потенціал.

Формування фондів державних фінансових резервів пов'язане з необхідністю економічного регулювання країн, що залежать від експлуатації природних ресурсів. Економічний розвиток країн не має стійкого характеру, отже, зумовлює циклічний характер практично всіх відтворювальних показників економічної системи. Найчастіше використання коштів суверенних фондів залишається єдиним можливим антикризовим інструментом, що дає змогу збільшити недоотримані в період кризи доходи бюджету, стабілізувати фінансові ринки, забезпечити прийнятний рівень ліквідності в кредитній системі держави, відновити споживчий попит і довіру громадян до фінансової системи.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Методологічні основи формування суверенних фондів закладено у працях Ф. Бутинця, О. Василика, Ю. Вериги, М. Козлової, В. Кудряшова, І. Нагорної, О. Пархомчука, Ю. Пікуша.

Окремі питання формування й управління суверенними фондами досліджували зарубіжні вчені, зокрема М. Виллафуерте, Ф. Гартон, Р. Грава, Д. Джонсон-Каларі, Д. Лернер, К. Маркс, Д. Рікардо, Р. Ройтман, А. Сміт.

Незважаючи на численні дослідження і наукові публікації, присвячені питанням формування та використання суверенних фондів, існує необхідність поглиблення теоретико-методологічних уявлень про роль і місце суверенних фондів на сучасному етапі економічного розвитку.

**Метою** дослідження є розширення теоретичних і методологічних уявлень про формування та використання суверенних фондів фінансових резервів крізь призму глобального виміру з метою адаптації до вітчизняних реалій.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Правила формування та використання коштів

суверенних фондів, що застосовуються в конкретній країні, залежать від ступеню впливу різних чинників. До них належать: природно-кліматичні чинники, соціально-економічний стан країни, демографічна ситуація, ефективність реалізації грошово-кредитної і бюджетної політики, а також специфіка та призначення самого суверенного фонду.

Більшість країн має чіткі правила накопичення і витрачання коштів суверенних фондів (Чилі, Казахстан, Норвегія та ін.). Винятком тут виступають країни Близькосхідного регіону (Катар, ОАЕ), які, ймовірно, можуть дозволити собі елемент непрозорості, зважаючи на великий обсяг коштів державних фондів у масштабах національної економіки. Для забезпечення ефективності вкладень поширеною практикою є інвестування коштів суверенних фондів виключно в іноземні активи (Норвегія, Чилі). Методологія формування та використання коштів суверенних фондів, утворених за рахунок золотовалютних резервів, безпосередньо пов'язана з принципами та підходами, що застосовуються до управління золотовалютними резервами. Так, весь портфель золотовалютних резервів ділиться на дві частини. Одна частина всього пулу золотовалютних резервів залишається в розпорядженні управління органу грошово-кредитного регулювання і розміщується традиційним для золотовалютних резервів способом – у високонадійні та ліквідні активи. Частина, що залишилася, може перераховуватися у суверенний фонд для управління або спеціально створеної для цих цілей корпорації, або для управління спеціально сформованого для цих цілей відділу при виконавчому органі влади, або при органі грошово-кредитного регулювання на окремому балансі. Обсяг частини золотовалютних резервів, що перераховується в суверенні фонди, визначається залишковим принципом з урахуванням проведеної в країні монетарної політики. Початковим джерелом формування даних фондів є золо-

товалютні резерви, що формуються Центральним банком у результаті регулювання курсу національної валюти, у зв'язку з надходженням виручки від експорту товарів і сировини на внутрішній ринок [1].

Першоджерелом формування коштів суверенних фондів, утворених за рахунок золотовалютних резервів, є доходи країни від зовнішньоекономічної діяльності. Описаний вище порядок формування коштів фондів характерний, як правило, для країн, в яких спостерігається низьке податкове навантаження на експортерів товарів і сировини, високий рівень розвиненості органів грошово-кредитного регулювання, застосовуються методи монетарної політики як основні заходи впливу на макроекономічні процеси в країні.

У країнах – експортерах сировини основним джерелом формування коштів суверенних фондів є доходи від зовнішньоекономічної діяльності, але сировинні надходження переважно акумулюються у фондах у рамках реалізації фіскальної політики. Як правило, у такій країні спостерігається висока ступінь податкового навантаження на експортерів сировини.

Коливання доходів бюджету від експорту сировини за зміни цін на світових ринках призводять до необхідності перманентного підвищення та зниження витрат, змінювати податкові ставки, проводити запозичення для фінансування дефіциту, тим самим створювати необґрунтовану конкуренцію на фінансових ринках що, безумовно, призводить до негативних наслідків. До того ж у результаті високих світових цін пом'якшуються бюджетні обмеження, в умовах профіциту бюджету фінансуються різні великомасштабні бюджетні проекти [1].

Після того як світові ціни на сировину знижуються, припиняється фінансування даних проєктів, значна частина державних витрат утрачає свою ефективність. У період несприятливих світових цін на сировину податкове навантаження підвищується, посилюється соціальна напруженість у країні. Зазначене вище зумовлює необхідність використання особливих принципів побудови бюджету, заснованих на обліку сировинних доходів, орієнтованих на створення бюджетного резерву для використання в період несприятливих зовнішньоекономічних умов [2]. Істотна частина сировинних доходів у довгостроковій перспективі за своєю природою обмежена. Обмеженість даних доходів вимагає спеціального режиму управління, спрямованого на забезпечення макроекономічної стабільності. Основний підхід до реалізації цих завдань заснований на рівномірному розподілі доходів від використання природних ресурсів на період їх експлуатації. Управління сировин-

ними доходами передбачає їх збереження в період інтенсивної експлуатації і використання в період зниження видобутку або падіння цін на сировину – перерозподіл сировинних доходів бюджету в часі. Основна мета даного перерозподілу – забезпечення стабільності державних видатків бюджету. У практиці управління сировинними доходами в країнах, що залежать від експорту сировини, застосовується три основних правила: в одному випадку зберігаються абсолютно всі сировинні доходи – правило «повного заощадження», в іншому – зберігається частина сировинних доходів, а решта використовується на фінансування дефіциту бюджету – правило «постійного споживання» і правило «оптимального управління» (табл. 1).

Правило «повного заощадження» передбачає збереження всіх сировинних доходів у суверенному фонді. При цьому несировинний дефіцит бюджету або трансферт, що спрямовується із суверенного фонду на покриття несировинного дефіциту бюджету, не повинен перевищувати реального доходу від розміщення коштів суверенного фонду. Для зручності контролю сировинної залежності бюджету розмір несировинного дефіциту бюджету повинен обчислюватися у відсотках від ВВП, а для виконання правила «повного заощадження» потрібно доведення розміру суверенного фонду до розміру ВВП країни. Норвегія використовує дане правило стосовно до власного суверенного фонду [3].

Обсяг суверенного фонду Норвегії перевищив 1 трлн дол. США, що фактично у два з половиною рази перевищує річний обсяг внутрішнього валового продукту країни. У 2017 р. Норвегія завдяки суверенному фонду отримала додатково 141 млрд дол. США прибутку [3].

Правило «повного заощадження» ефективно у разі виконання таких умов:

- 1) наближення обсягу суверенного фонду до обсягу ВВП країни;
- 2) наявність ефективної системи інвестування коштів фонду (професійна команда керуючих, сучасні та ефективні технології інвестування);
- 3) високий ступінь бюджетної дисципліни;
- 4) ефективна реалізація антициклічної бюджетної політики [4].

Правило «постійного споживання» засноване на щорічному витрачання тільки частини сировинних доходів бюджету. Головна умова застосування даного правила – трансферт до бюджету за рахунок сировинних доходів залишається незмінним щодо несировинного ВВП (ВВП за мінусом сировинного сектору). Дане правило жорстко обмежує витрати бюджету за рахунок сировинних доходів і дає змогу здійснювати антициклічну бюджетну політику. Якщо знижується ВВП, знижуються витрати за рахунок сировин-

Таблиця 1

## Основні характеристики суверенних фондів у країнах світу [5]

	Правило заощадження	Правило споживання	Правило оптимального управління
<i>Норвегія</i>	Всі нафтові доходи надходять до фонду	Щорічні трансфери в бюджет (максимум 4% від обсягу фонду, близько 6% від ВВП)	Інвестиції в акції, облігації та нерухомість різних країн за винятком Норвегії
<i>Казахстан</i>	Частина нафтових доходів, визначена бюджетом, спрямовується у фонд	Щорічні трансфери в бюджет (близько 4,5% від ВВП). Незнижуваний залишок фонду – 30% від ВВП	Стабілізаційний портфель (5–6% від ВВП). Ощадний портфель: 60% – облігації, 30% акції, 5% – золото, 5% – інші активи
<i>Азербайджан</i>	Бюджетне правило з базовою ціною 55 дол. США	Використовується для фінансування національних проектів	Переважно іноземні фінансові активи з фіксованим доходом
<i>Чилі</i>	Бюджетне правило структурного балансу. Мінімум 0,2% (максимум 0,5%) від ВВП щорічно спрямовується до ощадного фонду, решта – до стабілізаційного	Трансфери в бюджет за структурного дефіциту. Щорічні трансфери до пенсійного фонду	Інвестиції тільки в іноземні фінансові активи (інструменти із фіксованим доходом і інструменти грошового ринку)
<i>Саудівська Аравія</i>	Немає наявного правила. За планами уряду активи фонду до 2020 р. зростуть до 1,5 трлн дол. США	Використовується для фінансування національних проектів і для зниження залежності країни від нафти	Д 2022 р. фонд буде інвестувати 25% своїх коштів в іноземні активи (проти наявних 5%)
<i>Кувейт</i>	1. До інвестиційного фонду спрямовуються всі нафтові доходи. 2. У фонд майбутніх поколінь спрямовуються 10% від доходів державного бюджету і 10% від доходів інвестиційного фонду	1. Інвестиційний фонд здійснює трансфери відповідно до проекту бюджету. 2. У фонд майбутніх поколінь не використовується, а реінвестується	Ціль інвестування – отримання прибутку, інвестування здійснюється у ті проекти, які апелюють прибутковістю

винних доходів, підвищується ВВП – підвищуються витрати бюджету за рахунок сировинних доходів. Оптимальною величиною трансферту до бюджету за рахунок сировинних доходів у такому разі є прибутковість приведеної вартості сировинного багатства країни. Недолік цього правила полягає у складності оцінки вартості національного сировинного багатства.

Деякі скандинавські країни (Швеція, Швейцарія та ін.) використовують у своїй практиці фінансові правила, які дають змогу коригувати бюджет на циклічність. Правила містять такі постулати: слід використовувати бюджетні надлишки, що створюються в періоди економічного піднесення, щоб у періоди депресії допускати дефіцити, які покриваються надлишками, реалізованими в сприятливі роки. Перевагою цієї системи є можливість регулювати економічні цикли. Однак існують великі труднощі в практичному її застосуванні. Ці труднощі відносяться, перш за все, до нерегулярності еко-

номічних циклів і до складності їх розрахунку. Бюджет країни – експортера сировини постійно знаходиться під впливом циклічного чинника – світової ціни на експортовану сировину. Тоді застосування концепції структурного балансу бюджету для країни – експортера сировини зводиться до такого: необхідно забезпечувати баланс бюджету, за якого сировинні надходження, оцінені нижче розрахункової середньої ціни на сировину, витрачаються, інші надходження зберігаються (якщо фактична ціна на сировину вище розрахункової середньої ціни на сировину).

У рамках даних фондів здійснюється короткострокове і середньострокове регулювання доходів бюджетів у результаті коливань світових цін на сировину, а також здійснюється компенсація втрат бюджету в результаті фактичних цін на сировину нижче розрахункової середньої ціни. У спеціальних ощадних фондах здійснюється довгострокове збереження сировинних

доходів і перерозподіл на користь майбутніх поколінь. Нормативна величина стабілізаційного або резервного фонду встановлюється виходячи з оцінки критичного розміру несировинного дефіциту бюджету. Для реалізації концепції «несировинного бюджету» використовуються такі поняття. Несировинний дефіцит бюджету (НДБ) – різниця між несировинними доходами бюджету і витратами бюджету. Саме несировинний дефіцит бюджету характеризує здатність держави виконувати свої витратні зобов'язання без використання сировинних доходів. Даний показник розраховується за формулою (1):

$$\text{НДБ} = (\text{ДБ} - \text{СДБ}) - \text{РБ}, \quad (1)$$

де ДБ – сукупні доходи бюджету;

СДБ – сировинні доходи бюджету;

РБ – витрати бюджету, включаючи витрати на обслуговування державного боргу.

Первинний несировинний дефіцит бюджету (ПНДБ) – несировинний дефіцит бюджету без урахування витрат на обслуговування державного боргу. Даний показник розраховується за формулою (2):

$$\text{ПНДБ} = \text{НДБ} + \text{ВОДБ}, \quad (2)$$

де ВОДБ – витрати на обслуговування державного боргу [5].

Несировинний ВВП дорівнює сукупному ВВП за мінусом доданої вартості, створеної в сировинний сектор (видобуток, переробка).

Співвідношення несировинного дефіциту бюджету до несировинного ВВП найбільш точно відображає стан бюджету без урахування доходів від сировини. Для бюджетного планування в Україні доцільніше використовувати відношення несировинного дефіциту бюджету до сукупного ВВП країни. Сировинні доходи бюджету (СДБ) дорівнюють сумі «базових сировинних доходів бюджету» і «кон'юнктурних сировинних доходів бюджету», розраховуються за формулою (3):

$$\text{СДБ} = \text{БСДБ} + \text{КСДБ}, \quad (3)$$

де БСДБ – базові сировинні доходи бюджету або доходи бюджету, що формуються за розрахункового середнього рівня цін на сировину;

КСДБ – кон'юнктурні сировинні доходи бюджету або доходи бюджету, що формуються в результаті відхилення фактичної або прогнозної ціни на сировину від середньої ціни [5].

Таким чином, формування і використання коштів суверенних фондів, утворених за рахунок золотовалютних резервів органами грошово-кредитного регулювання, безпосередньо пов'язані з механізмом управління золотовалютними резервами, у подібних суверенних фондів спостерігається низька організаційна та

інфраструктурна інтеграція з бюджетною системою країни [6].

За підсумками проведеного дослідження сформулюємо засади формування та використання коштів суверенних фондів:

1) Принцип стратегічної координації. Даний принцип означає, що цілі й завдання суверенних фондів доцільно поєднувати з фіскальною і грошово-кредитною політикою.

2) Принцип повноти формування та використання коштів: для зниження залежності бюджету від кон'юнктурного фактора необхідно управляти всіма кон'юнктурними доходами, а не їх окремою частиною.

3) Принцип ефективного управління передбачає, що для ефективного досягнення цілей і завдань, поставлених перед суверенними фондами, необхідно вибудовувати зрозумілу та прозору структуру управління з розмежованими повноваженнями.

4) Принцип соціальної відповідальності. Даний принцип означає, що кошти суверенних фондів повинні спрямовуватися на досягнення цілей державної соціально-економічної політики.

5) Принцип ефективного інвестування вимагає, щоб кошти суверенних фондів розміщувалися відповідно до розроблених інвестиційними стратегіями і з урахуванням потенційно можливих ризиків інвестування.

6) Принцип незалежності. Даний принцип означає, що під час управління суверенними фондами доцільно забезпечувати незалежність формування, використання та інвестування коштів суверенних фондів від політичної кон'юнктури.

7) Принцип прозорості, тобто діяльність суверенних фондів повинна бути інформаційно прозорою для підвищення довіри інвестиційного співтовариства і населення до операцій фондів [6].

**Висновки з проведеного дослідження.** Результати аналізу зарубіжного досвіду створення та використання коштів суверенних фондів свідчать про наявність таких тенденцій у розвитку фондів: переважає зростання кількості суверенних фондів, що виникають у ресурснезалежних країнах; усе більше фондів формуються за рахунок несировинних джерел; основним регіоном виникнення нових фондів залишається Азія з її значними золотовалютними резервами; структура інвестиційного портфеля суверенних фондів змінюється в бік більш ризикованих активів, тобто поєднання співвідношення «ризик/доходність»; у складі суверенних фондів створюються інфраструктурні фонди, кошти яких спрямовуються на інвестиції всередині країни.

**Список використаних джерел:**

1. Дем'янчук Д.О. Фонди суверенного добробуту як антикризовий стабілізатор економіки (світовий досвід та перспективи функціонування в Україні). *Науковий вісник Академії муніципального управління*. 2013. Вип. 1. С. 184–192.
2. Global Financial Stability. *International Monetary Fund Report*. 2017. URL : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/pdf/chap1.pdf> (дата звернення: 20.09.2018).
3. Government Pension Fund Global (GPFG). URL : <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/government-pension-fund-global-gpfg/id697027> (дата звернення: 30.03.18).
4. Підгурська О. Сутність та етапи розвитку фондів суверенного добробуту. *Ефективна економіка*. 2012. № 10.
5. An Introduction To Sovereign Wealth Funds. URL : <https://www.investopedia.com/articles/economics/sovereign-wealth-fund.asp> (дата звернення: 01.04.18).
6. Офіційний сайт міжнародної робочої групи суверенних фондів добробуту. URL : <http://www.iwg-swf.org> (дата звернення: 12.04.2018).

**References:**

1. Demianchuk D. (2013) Funds of sovereign welfare as anticrisis stabilizer of economy (world experience and prospects of functioning are in Ukraine). The Scientific announcer of Academy of municipal management: Series «ECONOMY» Producing 1. 2013, 184–192 [in Ukrainian].
2. Global Financial Stability International Monetary Fund Report (2017) Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/pdf/chap1.pdf>. (accessed 10 January 2017).
3. Government Pension Fund Global (GPFG) (2018). Available at: <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/government-pension-fund-global-gpfg/id697027> (accessed 17.03.2018).
4. Pidgurska O. (2012) Essence and stages of development of funds of sovereign welfare. *Effective economy*, Vol. 10 [in Ukrainian].
5. An Introduction To Sovereign Wealth Funds (2018) Available at: <https://www.investopedia.com/articles/economics/sovereign-wealth-fund.asp>. (accessed 10 January 2018).
6. Official website of the International Working Group on Sovereign Wealth Funds URL: <http://www.iwg-swf.org> (accessed 04.12.2018).