

# Фонди суверенного багатства в управлінні державними активами

Стаття присвячена теоретичному дослідженню сутності фондів суверенного багатства та особливостей формування їх капіталу в контексті управління національним багатством.

**Ключові слова:** фонд суверенного багатства, фінансові інститути і ринки, цільові інвестиційні механізми, національне багатство, державні інвестиції, офіційні валютні резерви.

Статья посвящена теоретическому исследованию сути фондов суверенного богатства и особенностей формирования их капитала в контексте управления национальным богатством.

**Ключевые слова:** фонд суверенного богатства, финансовые институты и рынки, целевые инвестиционные механизмы, национальное богатство, государственные инвестиции, официальные валютные резервы.

The article is devoted to theoretical research of essence of sovereign wealth funds and features of forming of their capital in the context of management by national wealth.

**Keywords:** sovereign wealth fund, financial institutions and markets, special purpose investment vehicles, national wealth, state investments, official foreign reserves.

**Постановка проблеми.** Фінансова глобалізація стимулювала появу у світовій економіці нових учасників, серед яких окреме місце посідають фонди суверенного багатства – SWF (sovereign wealth funds)<sup>1</sup>. Їх створення уособлює намагання держави збільшити свою незалежність від нестабільності середовища та управляти майбутнім економічним розвитком шляхом переходу з пасивного на активний тип управління національними активами. Управління національним багатством задля розвитку всього суспільства розширює можливості макроекономічного регулювання й іноді трактується як «новий фінансовий тип соціалізму» [1, с. 3].

Переважна більшість SWF виникла з початком XXI ст. Лише з 2005 по 2013 рік включно створено щонайменше 37 фондів.<sup>2</sup> Серед їх країн-власниць домінують країни з ринками, що формуються, які накопичують високі прибутки від експорту природних ресурсів або мають стійкий зовнішньоторговельний профіцит, сформований експортом «несировинного» характеру. SWF дозволяють їм згладжувати коливання експортних доходів, частково компенсуючи неефективність національних фінансових систем, неспроможних абсорбувати зовнішні надходження без прискорення інфляції або «перелітання» валютного курсу. Розвинені країни створюють такі фонди здебільшого для забезпечення довгострокової стійкості національних пенсійних систем. Обся-

ги активів під управлінням SWF становлять понад \$6,3 трлн. і, за прогнозом МВФ, у 2016 році перевищать обсяги глобальних офіційних валютних резервів. Швидко розширення їх активів – за 2008–2013 роки вони зросли на 95%, – прямий наслідок наростання глобальних дисбалансів.

**Аналіз досліджень та публікацій з проблеми.** Дослідження функціонування суверенних фондів у сучасній літературі має багатоаспектний характер і стосується як вивчення їх еволюції, структурних характеристик і принципів діяльності (А. Бланделл-Вігналл, Е. Ле Борне, У. Дас, Р. Джилсон, С. Керн, Х. Кермо, П. Кунцель, Ю. Лу, П. Медас, Е. Монк, Дж. Ньюжі, І. Петрова, Ю. Пілман, Е. Розанов, Х. Сантісо, Е. Труман, У. Фазано, Дж. Хагет, Ю. Ху та інші), так і аналізу їх інвестиційних стратегій на міжнародних фінансових ринках, наслідків активності для світової економіки, впливу на економіку приймаючої країни тощо (Р. Бек, С. Бернштейн, В. Барбері, Ф. Бертоні, К. Болдінг, Б. Бортолотті, Е. Грін, К. Девентер, Дж. Джексон, С.Р. Джорі, Дж. Карольї, А. Кнілл, Дж. Котлер, В. Міраккі, М. Фідора, Д. Фішер, Н. Фернандес та ін.). Причина підвищеного інтересу до суверенних фондів потрійна: стрімке розширення масштабів їх діяльності; зростання їх системного значення у світових фінансах як глобальних інвесторів; імовірність політично вмотивованих міжнародних інвестицій SWF у поєднанні з питаннями національної безпеки країн-реципієнтів. Попри важливу роль у світовій економіці, суверенні фонди – тема відносно невеликої кількості досліджень у вітчизняній науковій літературі.

**Метою статті** є теоретичне дослідження сутності фондів суверенного багатства у контексті управління національним багатством.

**Виклад основного матеріалу.** Концептуальною основою функціонування суверенних фондів є теорія постійного доходу, яка передбачає міжчасове згладжування обсягу коштів, що використовуються економічним агентом протягом життя, з урахуванням середнього рівня доходу за весь період. Такий підхід припускає заощадження державою частини доходів за сприятливої економічної кон'юнктури та їх використання у несприятливі часи. Інституційною основою реалізації цього підходу є управління частиною національного багатства через спеціальний інвестиційний механізм, який є окремою, незалежною операційною структурою з професійного управління портфелем дер-

<sup>1</sup> Іноді вони фігурують під назвою «фонди національного добробуту» або «суверенні інвестиційні фонди».

<sup>2</sup> Тут і далі, якщо не зазначено окремо, розраховано автором за даними [11]. Серед країн, які нещодавно створили або планують створити SWF, – Ангола, Бразилія, Болівія, Гана, Грузія, Індія, Іран, Ірландія, Італія, Канада, Монголія, Нігерія, Панама, Словенія, Тайвань, Таїланд, Франція, Японія тощо.

жавних активів. Об'єктивна потреба в такому управлінні зумовлена двома головними завданнями накопичення національного багатства у часі. Перше – у довгостроковому періоді нестійкість міжнародної конкурентоспроможності національної економіки і вичерпність природних ресурсів визначають необхідність справедливого розподілу доходу між поколіннями шляхом перетворення сучасного потоку експортних прибутків у стійкий дохід. Друге – висока волатильність товарних цін на міжнародних ринках вимагає систематичного управління ціновими ризиками та обмеження економічних коливань.

За С. Керном [8, с. 4–6], потенційні переваги делегування управління національним багатством суверенному фонду стосуються чотирьох аспектів: 1) SWF слугує пулом ліквідності, який шляхом міжчасового перерозподілу державних доходів захищає економіку від волатильності на ринках, що мають критичне значення для економіки; 2) диверсифікація національного багатства через міжнародне інвестування в широкий спектр активів зменшує ризики концентрації, які виникають унаслідок залежності економіки, що експортує сировинні та інші товари, від міжнародних ринків; 3) перерозподіл надлишкових доходів до відокремленого фонду управління державними активами дозволяє оптимізувати співвідношення ризику і доходності на національне багатство; 4) переміщення державних активів до SWF дає можливість підвищити підзвітність у секторі державного управління за рахунок збільшення громадського контролю за державними фінансами, що сприяє зменшенню непрозорості управління державою національним багатством.

Хоча суверенні фонди існують понад півстоліття, загальноприйнятого їх визначення немає. Внаслідок варіювання визначень трактування функціональних характеристик SWF також неоднозначне, а оцінки розміру відповідного ринку істотно різняться. Це створює підставу для тверджень, що ці фонди є штучною категорією і сумішню протиріч [4], отже, вимагає з'ясування їх економічної сутності.

За формальними ознаками, фонд суверенного багатства виступає як специфічний спосіб утримання державою фінансових і корпоративних активів. Це інвестиційний механізм спеціального призначення, який перебуває у прямій або опосередкованій власності сектора державного управління та управляє національними доходами рентного походження й профіцитом бюджету.

За своєю сутністю фонд суверенного багатства – це:

- запас активів держави, які законодавчо й фінансово відособлені від інших державних активів та офіційних валютних резервів;
- фінансовий механізм управління державними заощадженнями;
- інститут, що дозволяє реалізувати державну економічну політику шляхом формування, розміщення і використання активів фонду.

Суверенні фонди створюються державою для досягнення макроекономічних цілей і не мають конкурентів або еквіва-

лентних за функціями установ в межах власної країни<sup>3</sup>. Їх функції доповнюють функції традиційних інституцій державного управління, таких, як центральний банк, державний пенсійний фонд, банк розвитку тощо. З економічного погляду SWF можна розглядати як новий спосіб виробництва і розподілу суспільних благ: він забезпечує послуги, які не спроможні продукуватися через ринкові механізми унаслідок недосконалості ринку. Так, стабілізація державних доходів є суспільним благом для діяльності держави, а збереження реальної вартості національного багатства – це суспільне благо для майбутніх поколінь.

За характером діяльності SWF є новим типом інституційних інвесторів, комерційна мета яких – отримати позитивну з коригуванням на ризик доходність на свої активи. Проте вони відрізняються від традиційних інституційних інвесторів рядом системних рис. Серед їх специфічних функціональних характеристик варто відзначити такі: обмежений обсяг явних зобов'язань на балансі чи повна їх відсутність; відсутність прямого цільового взаємозв'язку між джерелами формування капіталу й зобов'язаннями фонду; переважно стабільні надходження капіталу за відсутності регулярного вилучення коштів; інвестиційний характер діяльності при незначній кількості інвесторів; орієнтація на прибутковість на тлі обмеженої необхідності у постійному генеруванні грошового потоку тощо.

Як і інші інституційні інвестори, SWF володіють, розпоряджаються та управляють портфелем активів з використанням різних стратегій їх розміщення та управління ризиками, що відображає їх різні цілі та обмеження. Проте їх інвестиційним стратегіям властиві певні спільні риси, які слідує із сутності цих фондів. Як правило, вони мають низький ліверидж, а їх інвестиційні рішення не обмежені конкретними класами активів або валютною експозицією. Для розширення прибуткових можливостей, вони інвестують у широкий спектр активів з різним рівнем ризику. При цьому (за визначенням<sup>4</sup>) операції таких фондів обов'язково включають інвестиції в іноземні фінансові інструменти. Це зумовлює істотну диверсифікацію інвестиційного портфеля, у який конвертуються національні активи країни-власниці. Невизначеність зобов'язань (або тривалий період їх виконання) визначає довгостроковість інвестиційного горизонту SWF, а разом із відсутністю обмежень на розміщення активів – готовність до ризику. Чим більший ризик дозволяє собі суверенний фонд, тим ширший діапазон його інвестиційних можливостей.

Сучасні фонди суверенного багатства мають різне цільове призначення і функції, різні джерела доходів і різний склад портфеля, різноманітну правову та управлінську структуру, й диференційовані за характером інтеграції до системи державного управління. Вони не мають визначеної інституційної структури й можуть бути структуровані як фонд, корпорація або пул активів і функціонувати як окрема юри-

<sup>3</sup> Проте існує ряд країн, де створено кілька SWF: США (8), ОАЕ (7), Китай (4) тощо.

<sup>4</sup> У значній кількості трактувань поняття «фонди суверенного багатства» фонди, що інвестують переважно або виключно у національні активи виключаються із числа SWF.

дична особа, підрозділ в межах центрального банку або міністерства фінансів, рахунок зі спеціальним режимом, схема довірчого управління тощо<sup>5</sup>. Відповідно, у літературі визначаються різні форми і причини створення SWF, представлені різні їх типології, в основі яких лежать відмінні інвестиційні та інституційні критерії. З урахуванням подальшого аналізу найбільш типові характеристики суверенних фондів за різними класифікаційними критеріями узагальнено у табл. 1.

Функціональне призначення SWF в економіці задається державою і, як правило, поєднує стабілізаційну (забезпечення коротко- і середньострокової макроекономічної стабілізації, насамперед, згладжування коливань у доходах і витратах державного бюджету) та ощадну (формування довгострокових заощаджень з метою зниження фінансового навантаження на майбутні покоління) функції. Однак воно не є сталим: макроекономічні цілі суверенних фондів змінюються у часі зі зміною економічних і фінансових умов. Їх призначення може переміщатися від початкової відносно короткострокової потреби в економічній стабілізації до більш довготермінової мотивації формування державних заощаджень для

майбутніх поколінь, або вони початково можуть бути орієнтовані на реалізацію кількох завдань і функцій водночас. Конкретні напрямки їх використання державою поєднують такі комбінації, як макроекономічна стабілізація і стабілізація фінансової системи, диверсифікація національних активів, підтримка еластичності платіжного балансу, оптимізація податків, обмеження зростання витрат державного бюджету в періоди підвищення товарних цін, розв'язання соціальних проблем (фінансування соціальних програм, медицини), підтримка пенсійної системи, реструктуризація вітчизняних підприємств і галузей економіки, і навіть некомерційна міжнародна інвестиційна діяльність, спрямована на просування

<sup>5</sup> Наприклад, сингапурський Temasek – компанія у власності держави, а норвезький Government Pension Fund – Global (GPF) є спеціальним рахунком міністерства фінансів у центральному банку. Коли інвестиційна стратегія фонду націлена на отримання вищої доходності й передбачає операції на ринках акцій та альтернативних інвестицій, управління його активами типово передається зовнішньому менеджеру, щоб забезпечити управління інвестиційним портфелем на професійній основі. Так, 80% активів Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) керуються зовнішнім менеджером, у Сингапурі та Південній Кореї SWF також керують спеціальні агентства. Якщо в країні діє кілька суверенних фондів, може бути створена окрема агенція, яка управляє їх активами.

Таблиця 1. Таксономія фондів суверенного багатства

Критерій класифікації	Відмінності між типами SWF
Мета створення	<ul style="list-style-type: none"> <li>захист бюджету та економіки від волатильності цін і доходів</li> <li>стабілізація грошового і валютного ринків</li> <li>формування заощаджень для майбутніх поколінь</li> <li>фінансування економічного та соціального розвитку</li> </ul>
Форма управління активами	<ul style="list-style-type: none"> <li>державний орган</li> <li>приватна керуюча компанія</li> </ul>
Джерела формування капіталу	<ul style="list-style-type: none"> <li>доходи державного бюджету від експорту природних ресурсів або промислових товарів</li> <li>бюджетні надходження за рахунок фіскальної політики</li> <li>інші державні надходження (приватизація державних активів, іноземні кредити, зарубіжна фінансова допомога тощо)</li> <li>офіційні валютні резерви</li> <li>приватний капітал, отриманий через випуск акцій та облігацій</li> <li>грошові кошти в національній та іноземній валюті</li> </ul>
Структура портфелю активів	<ul style="list-style-type: none"> <li>іноземні фінансові активи (державні і корпоративні облігації, акції, сек'юритизовані фінансові активи, деривативи)</li> <li>закордонні альтернативні інвестиції (нерухомість, хедж-фонди)</li> <li>внутрішні цінні папери</li> </ul>
Інвестиційна стратегія	<ul style="list-style-type: none"> <li>консервативне портфельне інвестування з метою диверсифікації</li> <li>портфельні інвестиції з метою отримання доходу</li> <li>стратегічні (прямі) інвестиції</li> <li>змішана інвестиційна політика</li> </ul>
Сфера вкладання коштів	<ul style="list-style-type: none"> <li>нерухомість і будівництво</li> <li>фінансовий сектор</li> <li>промислові підприємства</li> <li>електроенергетичний сектор</li> <li>інфраструктура і транспорт</li> <li>послуги і роздрібна торгівля</li> <li>технології</li> </ul>
Напрями використання доходів	<ul style="list-style-type: none"> <li>поповнення державного бюджету</li> <li>коригування зовнішньоекономічної нерівноваги</li> <li>погашення зовнішнього боргу</li> <li>субсидування внутрішніх цін</li> <li>фінансування пенсійних виплат</li> <li>фінансування інвестиційних проектів</li> <li>антикризове фінансування</li> </ul>

Джерело: складено автором.

політичних або стратегічних інтересів тощо.<sup>6</sup> Як наслідок, SWF постають як різномірна група державних фінансових інститутів, характеристики і функції яких широко варіюють, хоч і не є взаємовиключними.

*Суверенні стабілізаційні (фіскальні) фонди* призначені ізольовувати потік доходів країни від шоків умов торгівлі – короткострокового ринкового розвитку і цінових коливань базових активів (товарних або валютних). Вони створюються для зниження чутливості державного бюджету до кон'юнктури світових цін у країнах, що залежать від експорту певного товару<sup>7</sup>. Механізм їх функціонування передбачає порівняно короткостроковий інвестиційний горизонт й досить консервативне портфельне інвестування у високоліквідні, низько-ризикові активи з фіксованим доходом – інструменти грошового ринку і державні облігації, щоб забезпечити можливість швидко реагувати на непередбачені тимчасові зміни потреб економіки у ліквідності. Вирівнюючи доходи від експорту, такі фонди стабілізують економічний розвиток, і є одним із інструментів нейтралізації надлишкової ліквідності. Завдяки цьому вони зменшують інфляційний тиск й дозволяють стримувати зростання бюджетних доходів і витрат у період високих зовнішніх цін на головні експортні товари. Знижуючи залежність національної економіки від коливань експортних надходжень, такі фонди діють як своєрідний вбудований (автоматичний) стабілізатор бюджетного та економічного розвитку країни.

*Суверенні ощадні фонди* спрямовані на забезпечення справедливого розподілу національного багатства між поколіннями<sup>8</sup>. Їх основне призначення – збереження реальної вартості сировинного багатства країни для багатьох поколінь, оскільки природні ресурси з плином часу вичерпуються. Трансформуючи доходи від експорту невідновлюваних природних ресурсів (таких як нафта, газ) у диверсифікований портфель міжнародних фінансових активів, вони діють як фонди заощадження поточних доходів на користь майбутніх поколінь, і тим самим забезпечують міжчасове вирівнювання рівня життя населення країни. Ощадні фонди мають довгостроковий інвестиційний горизонт й інвестують переважно в корпоративні цінні папери та альтернативні інвестиції (нерухомість, хедж-фонди та інші ризикові активи), зосереджуючись на активах, доходність яких мало корелює з цінами на експортні товари. По суті, вони акумулюють запас капіталу для майбутніх поколінь, що базується на двох складових – вартості активів і доходності інвестування.

*Резервні інвестиційні корпорації* – це суверенні фонди з інвестування резервних активів, призначені для зниження витрат утримання надлишкових обсягів офіційних валютних резервів або здійснення інвестиційної діяльності з вищим рівнем ризику<sup>9</sup>. На протипагу традиційному управлінню офіційними резервами (які зазвичай розміщуються центральними банками у фінансові інструменти з дуже коротким інвестиційним горизонтом і мінімальним ринковим і кредитним ризиком – ліквідні суверенні борги розвинених країн і депозити в провідних зарубіжних банках), такі SWF функціо-

нують як приватні інвестиційні фонди, менеджери яких мають більшу свободу щодо інвестування й прийняття ризику. Вони здійснюють міжнародну портфельну диверсифікацію і за рахунок прийняття більшого ризику забезпечують вищу доходність інвестування валютних резервів. Основні класи активів їх інвестиційних портфельів – довгострокові державні облігації, цінні папери, забезпечені активами, корпоративні борги, акції, хедж-фонди, нерухомість, товари, прямі акціонерні інвестиції, деривативи, активи ринків, що формуються, тощо. Майже винятковою їх характеристикою, яка відрізняє їх від інших типів SWF – переважно портфельних інвесторів, є агресивна інвестиційна стратегія, що поєднує пряме інвестування (венчурний капітал, викуп контрольного пакету) з використанням лівериджу [10, с. 5]. Висока значимість альтернативних інвестицій у їх портфелях пояснюється націленістю на вищу доходність, кращу диверсифікацію й хеджування ризиків, і є способом зниження загального ризику портфеля без втрати можливості значної доходності.

Як спеціалізовані структури із розміщення валютних резервів країни, резервні інвестиційні корпорації забезпечують альтернативне управління припливом капіталу без втручання у національний грошовий ринок. Абсорбуючи іноземну валюту, вони діють як специфічний механізм заміщення стерилізованих валютних інтервенцій центрального банку, що поглинають грошову емісію, зумовлену збільшенням чистих іноземних активів монетарної влади. «Стерилізація» припливу іноземної валюти за рахунок резервних корпорацій дозволяє досягти тієї ж мети, що й при валютній стерилізації – запобігання інфляції та спекулятивних бульбашок з одночасною стабілізацією обмінного курсу, однак ці значно меншими витратами.

Окрему категорію SWF становлять *суверенні пенсійні резервні фонди*, спрямовані на усунення фіскальних дисбалансів, зумовлених демографічним старінням. Основне їх призначення – забезпечити довгострокову стійкість пенсійної системи країни в умовах демографічного шоку.<sup>10</sup> На відміну від традиційних державних пенсійних фондів, вони не мають конкретних, юридично визначених бенефіціарів, отже, прямих пенсійних зобов'язань. Серед інших їх відмінностей – чітке

<sup>6</sup> Наприклад, норвезький GPFG одночасно виконує ощадну і стабілізаційну функції. Його кошти використовуються на фінансування альтернативної енергетики, спецпрограми, пенсійне забезпечення тощо. *Economic and Social Stabilization Fund (ESSF)* Чилі сформований з метою макроекономічної стабілізації, зокрема, бюджетної. Його кошти спрямовуються на виплату зовнішнього боргу й субсидування цін на бензин. *Sovereign Fund* Бразилії призначений забезпечувати фінансування у разі можливої фінансової кризи і надавати допомогу бразильським фірмам у торгівлі та прямих іноземних інвестиціях. *Meta Strategic Investment Fund* Франції – стабілізація французьких фірм і фінансування інноваційних проектів.

<sup>7</sup> Прикладом стабілізаційних фондів є Нафтовий фонд Азербайджану і ESSF Чилі.

<sup>8</sup> Приклади ощадних фондів включають ADIA та Kuwait Investment Authority (KIA).

<sup>9</sup> Прикладами резервних інвестиційних корпорацій є китайська SAFE Investment Company, Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio, Khazanah Nasional BHD Малайзії, сингапурський Temasek Holdings, National Stabilisation Fund Тайваню тощо.

<sup>10</sup> Серед найбільш відомих пенсійних резервних фондів – австралійський Government Future Fund, Superannuation Fund Нової Зеландії, ірландський National Pensions Reserve Fund, норвезький GPFG, Alaska Permanent Reserve Fund Corporation у США.

розмежування активів фонду й активів системи соціального забезпечення, відокремленість управління інвестиціями від актуарних і платіжних функцій соціального захисту, відкладене в часі виконання функції пенсійного забезпечення, довгостроковий характер інвестування коштів тощо.

Так само як стабілізаційні фонди мають елімінувати волатильність бюджетних надходжень при коливаннях світових товарних цін, пенсійні резервні фонди покликані мінімізувати потенційні витрати бюджету на фінансування пенсійних виплат при ускладненні демографічних умов. Функціонування таких фондів передбачає активну інвестиційну стратегію на фінансових ринках з метою отримання високого доходу в довгостроковій перспективі, за рахунок якого можливе співфінансування добровільних пенсійних накопичень громадян країни, виплата державних пенсій, забезпечення збалансованості бюджету державного пенсійного фонду, заміщення бюджетних трансфертів на покриття його дефіциту тощо. Фактично, створюючи додатковий дохід шляхом використання ризикових стратегій інвестування своїх активів, держава зменшує прямі витрати по пенсійному забезпеченню майбутніх платників податків [6, с. 13–14].

Існують й інші суверенні інвестиційні механізми. Приміром, суверенні фонди стратегічного розвитку є інструментом здійснення інвестиційної політики держави і призначені для фінансування пріоритетних соціально-економічних проектів шляхом розміщення коштів у національні активи.<sup>11</sup> Іноді такі інституційні структури відмежовують від суверенних фондів, попри їх спільні риси, іноді відносять до SWF, незважаючи на відмінності щодо розміщення портфеля активів. У цілому ж, країни створюють фонди суверенного багатства в різних формах, щоб досягти широкого діапазону цілей. Найчастіше комбінуються різні елементи трьох перших категорій фондів [10, с. 5], тому в реальності відмінності між різними типами SWF не дуже чіткі.

Ключовою системною ознакою суверенних фондів, як окремого типу інституційних інвесторів, є характер формування капіталу й вилучення коштів. Теоретично джерелом капіталу SWF є абсолютна земельна рента (за Марксом) [1, с. 5] – монопольний дохід власника землі або природних ресурсів, який перевищує доходи, що генерує аналогічний обсяг інвестованого капіталу в інших секторах економіки, де середня норма прибутку встановлюється на основі конкуренції. На практиці сформований капітал більшості суверенних фондів відображає наявність надлишкових державних доходів і валютних резервів, акумульованих протягом низки років унаслідок сприятливої макроекономічної, зовнішньоторговельної і фінансової позиції країни, що пов'язана із довгостроковим бюджетним плануванням й обмеженням витрат. Як правило, ресурсною базою суверенних фондів є доходи від міжнародної торгівлі й доходи державного бюджету – надлишки поточного рахунку платіжного балансу від експорту природних ресурсів або промислових товарів, які консоліднуються в державному бюджеті, загальні доходи державного

бюджету від податкової політики, приватизаційних операцій тощо, бюджетний профіцит (у тому числі за рахунок обмеження бюджетних витрат), офіційні валютні резерви та операції центрального банку з іноземною валютою для запобігання надмірному зміцненню курсу національної валюти. Джерелом капіталу суверенних фондів можуть бути також доходи держави, отримані за рахунок державних часток в компаніях, суспільні заощадження, пенсійні резерви тощо. Фінансування типово надходить з різних джерел, які можуть комбінуватися. У процесі діяльності важливим джерелом ресурсів SWF стають доходи від управління їх активами. Специфічним є характер фінансування SWF у бідних і нерозвинутих країнах, де їх капітал формується за рахунок іноземних кредитів або коштів допомоги закордонних донорів.<sup>12</sup>

Домінуюче джерело державних доходів, інвестованих у SWF – надходження від продажу природних ресурсів, при цьому 59% загального фінансування суверенних фондів становлять доходи від експорту вуглеводнів. Типові приклади країн-експортерів нафти, де діють SWF, – Бруней, Катар, Кувейт, Лівія, Мексика, Об'єднані Арабські Емірати, Росія, Саудівська Аравія, а також Аляска в США. У таких країнах як Австралія, Ботсвана, Кірибаті та Чилі основою фінансування SWF є експорт ресурсів у вигляді міді, алмазів, мінералів, фосфатів тощо. Переважна більшість SWF (44 фонди) належать країнам-експортерам нафти й газу, і майже 60% активів під управлінням суверенних фондів сконцентровано в нафтогазових SWF (табл. 2).

Строгої процедури для формування й поповнення капіталу таких фондів не існує. Найчастіше нагромадження їх активів відбувається за рахунок експортних мит і податків на видобуток корисних копалин – оподатковування доходів приватних компаній від експорту природних ресурсів, експортних доходів державних сировинних компаній, що безпосередньо спрямовуються до бюджету. Для визначення державних відрахувань на фінансування SWF застосовують різні підходи: враховуються всі доходи від експорту природних ресурсів або кошти спрямовуються до фонду лише тоді, коли державний бюджет має надлишок; встановлюється певний фіксований відсоток або від розміру експортних надходжень, або від загальної суми профіциту бюджету, або від ВВП; враховується або різниця між прогнозними і фактичними цінами на експортні товари, або перевищення цін на природні ресурси, що експортуються, над їх пороговим значенням.<sup>13</sup> Процедура вилучення коштів залежить від цілей

<sup>11</sup> Наприклад, *Government of Singapore Investment Corporation, Korea Investment Corporation*.

<sup>12</sup> Прикладом є *Poverty Action Fund* Уганди.

<sup>13</sup> Так, до КІА Кувейту перераховується 10% державних доходів незалежно від їх походження і цін на нафту. Кошти до ESSF Чилі надходять із надлишків бюджетних доходів, що виникають при перевищенні фактичної експортної ціни міді над базовою, яку щорічно встановлює міністерство фінансів. Норвезький GPFГ використовує комбінацію різних підходів для визначення принципів накопичення і вилучення коштів. Зокрема, урядові витрати мають дорівнювати очікуваним ненафтовим надходженням (а не сукупним надходженням до бюджету), що включають і реальні доходи фонду. Це означає, що усі чисті надходження від продажу нафти надходять до SWF, таким чином зберігаючи вартість ресурсів.

Таблиця 2. Фонди суверенного багатства, найбільші за обсягами активів (березень 2014 року)

Фонд	Активи під управлінням, \$ млрд.	Країна	Рік заснування	Тип SWF
Government Pension Fund – Global (GPGF)	838	Норвегія	1990	Товарний (нафта)
Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	773	ОАЕ	1976	Товарний (нафта)
SAMA Foreign Holdings	675,9	Саудівська Аравія	–	Товарний (нафта)
China Investment Corporation (CIC)	575,2	Китай	2007	Нетоварний
SAFE Investment Company	567,9	Китай	1997	Нетоварний
Kuwait Investment Authority (KIA)	410	Кувейт	1953	Товарний (нафта)
Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio (HKMAIP)	326,7	Китай (Гонконг)	1993	Нетоварний
Government of Singapore Investment Corporation (GSIC)	320	Сінгапур	1981	Нетоварний
Temasek Holdings	173,3	Сінгапур	1974	Нетоварний
Qatar Investment Authority (QIA)	170	Катар	2005	Товарний (нафта і газ)
National Social Security Fund (NSSF)	160,6	Китай	2000	Нетоварний
«Нафтогазові» SWF	3807,5			
Інші	2549,8			
Разом	6357,3			

Джерело: складено за даними [11].

конкретного SWF. У фондах, орієнтованих на збереження реальної вартості активів, можливість вилучення коштів пов'язана із рівнем доходності портфелю. Найпростіша схема фінансування стабілізаційних фондів передбачає встановлення контрольної ціни експортного товару, що визначена на основі історичних цін і прогнозів майбутніх цін. При перевищенні фактичними цінами контрольної ціни кошти надходять до SWF, при падінні фактичних цін нижче за контрольну ціну має місце трансферт коштів із фонду до державного бюджету. Складніший варіант передбачає оцінку довгострокового рівня державних надходжень, що включає надходження, отримані у період, коли товарні ціни знаходяться на рівні, що відповідає довгостроковому прогнозу, а економіка розвивається згідно з трендом. Якщо фактичні бюджетні надходження перевищують прогнозовані через зростання товарних цін або прискорення темпів економічного зростання, цей надлишок накопичуються у фонді. І навпаки, якщо фактичні надходження менші за прогнозовані, кошти вилучаються із фонду до бюджету.

У теоретичному плані розвиток «сировинних» суверенних фондів слід розглядати як спосіб заміщення багатства при значній залежності економіки від природних ресурсів. SWF є формою обміну одного типу активів (природних ресурсів) на інший, більш ліквідний (фінансові активи) для підвищення ефективності використання доходів від природних ресурсів. Це визначає характер використання державою таких структур – підтримка економічної стабільності, елімінація впливу коливань цін на сировинні товари на державний бюджет, диверсифікація економіки, фінансування інфраструктурних проектів, збереження вартості сировинного багатства для майбутніх поколінь або купівля часток в акціонерному капіталі компанії розвинених країн, щоб отримати доступ до ефективніших технологій і бізнес-рішень.<sup>14</sup>

Інша поширене джерело фінансування SWF – прямі трансферти коштів із офіційних валютних резервів, що накопичу-

ються у результаті або активного поточного рахунку, зумовленого застосуванням стратегії зростання, що базується на нарощуванні експорту, або постійного структурного профіциту торговельного балансу унаслідок політики недооцінки національної валюти, спрямованої на підтримку конкурентоспроможності економіки. Істотне зростання обсягів і ступеня концентрації валютних резервів країн світу в останні роки, зробило їх трансферт до суверенних фондів особливо популярним. Таку стратегію демонструють насамперед азіатські країни – Китай, Гонконг, Малайзія, Південна Корея, Сінгапур, Тайвань тощо, які разом (без Японії) утримують понад 48% глобальних офіційних валютних резервів (\$5490 млрд. із \$11 403,5 млрд. у 2012 році [5, с. 169]). Активи під управлінням таких SWF становлять \$2513,9 млрд., що відповідає приблизно п'ятій частині загальносвітових валютних резервів.

Економічна основа розвитку таких SWF – нагромадження надлишкового обсягу валютних резервів понад їх оптимальний рівень. Теоретично оптимальний рівень резервів – це обсяг резервів, при якому граничний прибуток дорівнює граничним витратам їх зберігання, і який здатний компенсувати слабкість макроекономічної позиції країни (дефіцит поточного рахунку, зростання реального валютного курсу) та обмежити її вразливість до міжнародного фінансового зараження. Існує два головні мотиви високого попиту на накопичення валютних резервів. По-перше, самострахування на випадок реверсів міжнародних потоків короткострокового капіталу і потенційно можливих криз. По-друге, обмеження волатильності курсу національної валюти, яка при низькому рівні фінансового розвитку веде до скорочення темпів економічного зростання. Проте коли обсяг валютних резервів переростає оптимальний рівень, необхідний для цілей макроекономічної стабілізації, витрати їх утримання істотно

<sup>14</sup> Так, на фондовій біржі Дубаї після реалізації інвестиційних проектів SWF із Nasdaq і Лондонською фондовою біржею, діє нова торговельна система, розроблена Nasdaq.

зростають, а додаткове накопичення резервів фактично стає збитковим. За оцінками, з початку XXI ст. вартість їх утримання для країн, що розвиваються, становить близько 1% ВВП щорічно. Необхідність збалансування вигод і витрат акумуляції валютних резервів вимагає підвищення ефективності їх розміщення через менш консервативні інвестиційні механізми з адаптуванням практик, що застосовуються в управлінні приватними активами.

Розвиток цього типу SWF відповідає сучасній практиці управління офіційними валютними резервами, яка за останнє десятиліття еволюціонувала до більшої спрямованості на доходи та управління ризиком. Економічна підстава такої еволюції – низька доходність резервних активів: протягом останніх 60 років типовий портфель резервів центрального банку мав річну реальну доходність менше 1%, тоді як диверсифікований портфель типу пенсійного фонду – близько 6% [8, с. 5]. Сучасні способи підвищення ефективності розміщення резервів передбачають розширення межі ризику–доходності і включають: 1) розподіл портфеля резервних активів на інвестиційний і ліквідний транші для використання їх із різними цілями та правилами інвестування; 2) створення окремого фонду, що не входить до балансу центрального банку. Перевага суверенному фонду надається, як правило, з міркувань диверсифікації резервного портфеля і більшої орієнтації на доходність.

Інтегрованість в управління офіційними валютними резервами визначає специфіку таких SWF. Вона характеризується двома паралельними тенденціями. Одна відображає їх функціональну спрямованість – генерувати вищу доходність при розміщенні резервних активів, мінімальний рівень якої перевищує витрати стерилізації грошової бази в умовах припливу іноземного капіталу, і водночас хеджувати чинники ризику, що впливають на профіцит поточного рахунку. Інша тенденція визначається значними обсягами активів під їх управлінням – такі фонди є важливим джерелом ліквідності на глобальних ринках капіталу і в перспективі (через посилення регулювання традиційних банків) можуть перетворитися на новий, зі специфічним механізмом функціонування, тип кредиторів у світовій економіці.

Новим джерелом капіталу SWF з 2009 року є приватне фінансування через продаж облігацій або IPO. Серед SWF, що залучають капітал у приватному секторі, представлені зазвичай ті, портфелі яких зосереджують значну частку матеріальних активів (частки у державних чи спільних підприємствах і приватних компаніях), отже, мають порівняно неліквідну базу капіталу, пов'язану з нерухомістю та основними засобами, які складно продати на ринку, щоб збалансувати чи розширити портфель. Формування нової тенденції у фінансуванні суверенних фондів зумовлене попитом на фінансові ресурси і по суті відображає нову форму взаємодії приватного і державного капіталу. У кризові 2008–2009 роки вартість активів SWF знизилась, а приплив коштів від урядів–власників скоротився.<sup>15</sup> Залучення приватного ка-

піталу надало SWF можливість зменшити поточні фінансові обмеження і зберегти обрані інвестиційні стратегії. За суттєвого зниження доходності основних інвестиційних активів (облігацій, акцій), приватне фінансування дозволяє розширити інвестування у ризикові ринкові активи, щоб підтримати необхідний рівень прибутковості.

Участь приватного капіталу не змінює суверенної природи SWF: для забезпечення пріоритетності державних інтересів проти приватних, вони обмежують частку приватних інвесторів у капіталі 5% від обсягу активів під управлінням. Однак через появу фідуціарних зобов'язань SWF перед приватними інвесторами, держава втрачає повний контроль над активами, нагромадженими за рахунок державних заощаджень. Загалом приватне фінансування модифікує характеристики та ефекти діяльності SWF і має двійчастий характер. З одного боку, така схема позитивно позначається на ефективності та довгостроковій фінансовій дисципліні фонду: щоб вдовольнити очікування інвесторів і сплатити їм оголошену доходність, він має підвищувати результативність своєї діяльності; щоб зміцнити довіру інвесторів, він змушений збільшувати рівень прозорості й корпоративного управління, відповідно, покращується його міжнародна репутація. Крім того, коли суверенний фонд фінансується приватним капіталом (особливо міжнародним), суттєво звужуються можливості політично вмотивованих інвестицій, оскільки приватні інвестори орієнтовані на прибуток, а не на політику. Зрештою, SWF, інтереси яких зосереджені у власній країні, шляхом закордонних емісій здатні залучати до національної економіки міжнародний приватний капітал для рекапіталізації вітчизняних компаній, який або не доступний взагалі, або доступний зі значно вищими витратами [3, с. 25].

З іншого боку, приватне фінансування може мати негативні наслідки для інвестиційної стратегії суверенних фондів. Важлива конкурентна перевага SWF проти традиційних інституційних інвесторів полягає в тім, що не маючи явних зобов'язань, вони можуть інвестувати у довгострокові, неліквідні активи. З випуском цінних паперів ця перевага зникає, адже нова структура портфелю зобов'язань вимагає від SWF зважати на права і вимоги приватних інвесторів, і він стає підзвітним не лише уряду, а й цим інвесторам. У підсумку приватні зобов'язання трансформують інвестиційну поведінку фондів. Тривалий час SWF діяли як пасивні інвестори, без утримання контрольного пакету у цільовій компанії. З появою зобов'язань перед приватними інвесторами, SWF мають залучатися до управління компаніями, у які вони інвестують, перетворюючись на активних інвесторів з новим балансом інтересів. Це знижує попит на інвестиції SWF з боку тих іноземних компаній, яким необхідний новий капітал, але які уникають втручання у свою діяльність. За таких умов постає також проблема економічної суверенності краї-

<sup>15</sup> За період з 2007 року до початку 2009 року вартість активів SWF впала приблизно на 20% (на \$600 млрд.) [2].

ни–реципієнта, особливо, якщо SWF володіє значною часткою капіталу іноземної компанії.

Окремим аспектом діяльності SWF є потенційний вплив їх фінансово–інвестиційного механізму на економіку власної країни. Як запас багатства, SWF здатні забезпечити інвестування і кредитування національної економіки з меншими витратами, ніж приватні фінанси [9]. Як механізм транскордонного інвестування, вони впливають на макроекономічні параметри. Функціонування SWF дозволяє обмежити інфляційний процес за рахунок нейтралізації надлишкової ліквідності; пом'якшити наслідки «голландської хвороби» та обмежити підвищення реального обмінного курсу національної валюти; скоротити витрати державних запозичень, оскільки запас іноземної валюти у країні–позичальниці сприймається зарубіжними інвесторами як скорочення ризику дефолту; стимулювати фінансовий розвиток завдяки сприянню розвитку національного ринку облігацій тощо.

На особливу увагу заслуговує діяльність SWF як кредитора останньої інстанції національної економіки: використання їх ресурсів для внутрішніх інвестицій в умовах шоків дозволяє заміщувати закордонне фінансування економіки, яке може призвести до втрати країною економічної самостійності. Роль SWF як джерела довгострокового фінансування національної економіки яскраво виявилась у період глобальної фінансової кризи 2008–2009 років. Під час кризи інтервенції суверенних фондів жодним чином не були пов'язані з отриманням доходу і мали досить специфічний характер: вони діяли в межах державних програм підтримки різних секторів економіки.

З формального погляду SWF не спроможні діяти як кредитор останньої інстанції. Вони є довгостроковими інвесторами CAPM–типу, активи яких складно перетворити на готівку, особливо, під час кризи. Проте використання SWF як національного кредитора можливе саме завдяки їх специфічним рисам: на відміну від приватних інвестиційних фондів, SWF не мають явних зобов'язань, тому в умовах кризи здатні здійснювати довгострокові інвестиції в активи з нижчою нормою дохідності; на відміну від центральних банків, SWF можуть купувати акції, отже, слугувати інструментом рекапіталізації національних компаній; на відміну від іноземних позик, фінансування від власного SWF не створює зобов'язань перед зовнішніми кредиторами і дає змогу уникнути іноземного поглинання стратегічно важливих для національної економіки компаній при їх рекапіталізації. Ступінь і характер інтервенцій SWF залежить від чутливості країни–власниці до бізнес–циклів і фінансових криз.

Функціонування SWF як кредитора останньої інстанції не є «кризовою» інновацією. У деяких країнах можливість такого втручання передбачена законодавчо. Однак під час кризи 2008–2009 років суверенні фонди активно використовувались для подолання кризових явищ у національній економіці, незалежно від їх цільового призначення [7]. Підтримка

економіки набувала різних форм: пряме фінансування бюджетного дефіциту (у тому числі покриття антикризових витрат); інтервенції на валютному ринку (щоб протистояти спекулятивним атакам на обмінний курс національної валюти); квазіфіскальні заходи підтримки у формі прямої капіталізації банків і фінансових ринків (зокрема, інвестування в активи банківської системи для подальшого збільшення обсягів банківського кредиту або підтримки власне банківської системи); кредитування комерційних банків та інших установ фінансового сектору; інвестування коштів у внутрішні активи реального сектору з метою підтримки національних компаній; безпосереднє кредитування нефінансових компаній тощо. Найбільш активно SWF використовувались для рекапіталізації комерційних банків шляхом придбання та управління пакетами їх акцій. Превалювання такої політики пояснюється поєднанням двох обставин: з одного боку, банкрутство банків скорочує кредитування економіки і формує джерело системного ризику; з іншого – SWF мають досвід в управлінні активами, у тому числі пакетами акцій.

Звернімо увагу, що хоча практика використання суверенних фондів в різних країнах істотно різнилась з огляду на конкретні економічні обставини, їх важлива стабілізуюча роль є спільною для всіх країн. Це свідчить, що унаслідок глобальної фінансової кризи відбулася не просто зміна інвестиційних стратегій чи структури портфелю фондів суверенного багатства, а певна трансформація їх ролі – інтеграція інвестиційного механізму управління державними активами з інституційним механізмом протидії негативним шокам. В умовах нестабільності розвитку світової економіки тенденція до використання суверенних фондів як інструменту антикризової політики й підтримки національної економіки під час спаду швидше за все продовжиться. По суті, досвід їх функціонування як кредитора останньої інстанції вказує, що запобігання економічним кризам і підтримка реалізації загальної стратегії розвитку держави є важливою функцією суверенних фондів, особливо у країнах з ринками, що формуються. Проте слід підкреслити, що використання SWF як інструменту антикризового управління має певні обмеження. Головні проблеми пов'язані із безпекою вичерпання ресурсів суверенних фондів (що ставить під загрозу реалізацію їх початкових цілей) та необхідністю забезпечити їх незалежність від надмірного політичного втручання.

### Висновки

Проведений аналіз показує, що за своєю сутністю фонд суверенного багатства – це спеціальний інвестиційний механізм з управління державними заощадженнями, портфель якого характеризується двома головними рисами: домінуюча частина активів припадає на іноземні інвестиції; істотна частина загального обсягу активів представлена ризиковими активами.

Консолідація державних активів у суверенному фонді забезпечує країні низку істотних переваг:



- інвестиції SWF допомагають державі диверсифікувати джерела доходу та мінімізувати ризики цінових коливань на міжнародних товарних ринках;
  - SWF надає можливість уряду підтримувати обережну політику в умовах мінливості бюджетних доходів, зокрема, створюючи резерв, покликаний «страхувати» бюджетну систему від потенційних негативних шоків;
  - SWF дозволяє більш ефективно розміщувати валютні резерви країни, інвестуючи їх з вищою доходністю;
  - завдяки ефективнішому розміщенню національних заощаджень, SWF надає можливість забезпечити коштами нефондовані пенсії при зменшенні норми заощаджень домогосподарств, що зумовлена старінням населенням;
  - шляхом інвестування за кордон, SWF надає доступ до нових навичок, знань і технологій, що відіграє важливу роль у підтримці розвитку фінансового і реального секторів національної економіки;
  - під час кризи діяльність SWF може бути переорієнтована на підтримку національної економіки.
- Наявність означених переваг актуалізує необхідність переходу України до нового способу управління державними активами.

#### Список використаних джерел

1. Коновалова–Посель І. Суверенные фонды БРИК: инвестиционная экспансия или подъем благосостояния / И. Коновалова–Посель. – Национальный центр научных исследований Франции, Парижская экономическая школа, 2010.

2. Balin B.J. The Impact of the Global Economic Crisis on Sovereign Wealth Funds / B.J. Balin // Asian–Pacific Economic Literature. – 2010. – Vol. 24 (№1).
3. Barbary V. Sovereign Wealth Fund Investment Behavior / V. Barbary, B. Bortolotti, V. Fotak, W. Miracky // Monitor Company Group, 2010.
4. Gelpern A. Sovereignty, Accountability, and the Wealth Fund Governance Conundrum / A. Gelpern // Asian Journal of International Law. – 2011. – Vol.1 (№2).
5. Global Financial Stability Report / Oct. 2013. – Wash. D.C.: IMF, 2013.
6. Monk A. Sovereignty in the Era of Global Capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Funds and the Power of Finance / A. Monk / Working Paper. – Oxford University, 2010.
7. Raymond H. Sovereign Wealth Funds as domestic investors of last resort during crises / H. Raymond // Economie Internationale, CEPPII research center. – 2010. – Issue 123.
8. Sovereign Wealth Funds: State Investments on the Rise / S. Kern. Deutsche Bank Research [Електрон. ресурс]. – Frankfurt am Main: Deutsche Bank, 2007. – Режим доступу: <http://www.dbresearch.com>
9. The impact of Sovereign Wealth Funds on economic success / Economic views PwC. – PricewaterhouseCoopers, 2011.
10. Weiss M. A. Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress / M. A. Weiss / CRS Report RL34336. – CRS report for Congress, 2008.
11. Офіційний веб–сайт SWF Institute [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: <http://www.swfinstitute.org>

О.В. ТИМОШЕНКО,  
к.е.н., доцент

## Теоретичні підходи до формування сутності поняття «економічна безпека»

У статті розглянуто питання щодо визначення сутності поняття «економічна безпека» та узагальнено сучасні теоретико–методологічні підходи щодо наукового обґрунтування змісту економічної безпеки держави як важливої полісистемної категорії та однієї з основних складових національної безпеки. У дослідженні виокремлено основні класифікації видів економічної безпеки, запропоновано шляхи ліквідації основних загроз та обґрунтовано необхідність зміцнення економічної безпеки держави в сучасних умовах розвитку суспільства.

**Ключові слова:** економічна безпека, національна безпека, державна політика, інтереси, фактори впливу на економічну безпеку, загрози економічній безпеці.

В статье рассмотрены вопросы определения сути понятия «экономическая безопасность» и обобщены современные теоретико–методологические подходы к научному обоснованию содержания экономической безопасно–

сти государства как важной полисистемной категории и одной из основных составляющих национальной безопасности. В исследовании выделены основные классификации видов экономической безопасности, предложены пути ликвидации основных угроз и обоснована необходимость укрепления экономической безопасности государства в современных условиях развития общества.

**Ключевые слова:** экономическая безопасность, национальная безопасность, государственная политика, интересы, факторы влияния на экономическую безопасность, угрозы экономической безопасности.

The article considers the problem of determining the nature of the concept of «economic security» and summarizes current theoretical and methodological approaches to the study of scientific content of the economic security of the state as an important polysystem category and one of the main components of national security. The study sin–