

Намонюк В.Є., к.е.н, доцент,

Київський національний університет імені Тараса Шевченка, м. Київ

Іваненко Т.В.,

Київський національний університет імені Тараса Шевченка, м. Київ

ОСОБЛИВОСТІ ДІЯЛЬНОСТІ СУВЕРЕННИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ФОНДІВ

Abstract. In the paper the features of sovereign wealth funds activities within the last decade are analyzed. The effects of the global crisis on the financial performance and investment strategies of sovereign wealth funds are dealt with. The special accent is made on the analysis of the scale and structure of the transactions of sovereign wealth funds at the global financial markets. The peculiarities of investment portfolio management strategy formation of sovereign funds are distinguished, using the example of the Norwegian sovereign fund activity. It has been discovered that one of the important conditions of establishing the sovereign wealth fund is the availability of abundant natural resources in the country or stable positive balance of trade.

Key words: sovereign wealth funds, foreign assets, gold and foreign exchange reserves, foreign direct investments, mergers and acquisitions, investment strategy.

Постановка проблеми. Останнім часом в світовій економіці роль та масштаби діяльності суверенних інвестиційних фондів (СІФ) поступово зростають. Якщо у 2008 р. вартість активів у розпорядженні СІФ становила 3,2 трлн. дол., то у 2014 р. – вже 7,1 трлн. дол. Діяльність СІФ викликає багато дискусій щодо ефективності використання ресурсів, політичних мотивів створення фондів, загроз і глобальних механізмів їх контролю, а також забезпечення транспарентності функціонування фондів. На сьогодні діяльності більшості СІФ притаманна низька інформаційна прозорість, а це впливає на зростання настроїв протекціонізму. Неоднозначна оцінка впливу суверенних фондів на світову економіку в цілому, проявляється в зміні валютних курсів, ліквідності цінних паперів, ринкової оцінки кредитного ризику об'єктів інвестування, стратегічного управління компаніями. Остання світова фінансова криза та зменшення цін на нафту в 2014 р. позначилися на діяльності цих фондів.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. На сьогоднішній день ряд аспектів діяльності СІФ, в першу чергу теоретичних, є добре дослідженими. Зокрема, розробці сутності, класифікації та питанням організації діяльності суверенних фондів присвячені праці Е. Монка, Дж. Хагета, У. Фазано, П. Медас, Ю. Пілман, Х. Йермо, А.Б. Золотарьової, С.М. Дробишевського, Я.М. Міркіна, Г.С. Панової, Г. Шмарловської, Б. Рубцова та ін. Питаннями оцінки результативності та ефективності інвестиційної діяльності СІФ займалися у своїх роботах Х. Балдінг, В. Міраккі, К. Девентер, С.Р. Джорі, Дж. Коттер, та ін. Проте враховуючи високу динамічність світової економіки в цілому та міжнародних фінансових ринків зокрема, а також неоднозначність результатів діяльності різних СІФ, особливості діяльності суверенних інвестиційних фондів на сучасному етапі потребують глибшого та детальнішого аналізу.

Постановка завдання. Метою даної статті є дослідження ролі та особливостей діяльності суверенних інвестиційних фондів у посткризовий період, а також аналіз стратегій діяльності сучасних СІФ.

Виклад основного матеріалу дослідження. В сучасних умовах розвитку світової економіки простежується активне зростання ролі СІФ, а також одночасне зростання їх кількості. СІФ використовуються урядами для досягнення завдань економічної політики шляхом розміщення частини національного багатства в іноземних активах, одночасно зберігаючи внутрішню рівновагу в національній економіці¹. Загалом головною метою діяльності СІФ є підтримка стабільності державних доходів та уникнення інфляції в умовах коливань цін на сировинні товари.

Перший суверенний інвестиційний фонд було створено ще в 1854 р. у США з метою залучення фінансування в освіту. Упродовж свого розвитку фонди набували різноманітних завдань створення:

¹Петрикова, Е.М. (2012). Суверенные фонды национального благосостояния страны как инструмент стабилизации финансового рынка. *Финансы и кредит*, 10, 39-49.

стабілізація бюджетів при різких змінах цін на сировину, що було спричинено “нафтовою кризою” 1970 рр.; формування накопичень в державі з метою стабілізації економіки, як це було в період кризи в Перській затоці; створення корпорацій для резервного інвестування; фінансування національних проектів, здатних сприяти розширеному зростанню національної економіки².

Наприкінці 1990-х рр. суверенні фонди існували у 15 країнах. У посткризовий 2009 р. кількість фондів перевищила 30, а на початку 2015 р. суверенні фонди існували вже у 75 країнах. Якщо в кризовий 2008 р. загальна вартість активів СІФ становила близько 3,0 трлн. дол., то наразі сукупний обсяг активів перевищує 7 трлн. дол. Для порівняння сукупний розмір активів СІФ перевищує обсяг коштів під управлінням всіх хедж-фондів і біржових фондів.

За кількістю країн, які створюють суверенні фонди, переважають країни, що розвиваються. В основному розвинені країни створюють суверенні фонди з метою підтримки стабільності пенсійної системи, як наприклад, в Норвегії, Австралії, Ірландії. Розподіл активів СІФ за країнами відображено на рис. 1.³

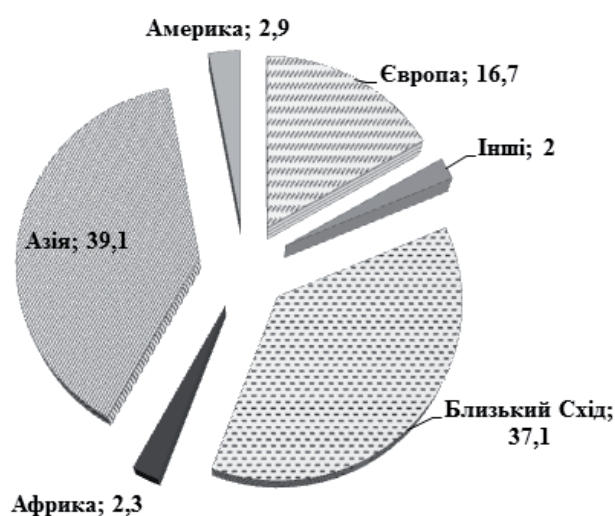


Рис. 1. Розподіл активів суверенних інвестиційних фондів у світі, на кінець 2014 р.

За останні 5 років країни, які створювали СІФ, зберегли свої провідні позиції в списку найбільших суверенних інвестиційних фондів. Зміцнили свої позиції такі країни як Китай, Абу-Дабі і Саудівська Аравія. Найбільші суверенні фонди зосереджені в країнах-експортерах нафти (ОАЕ, Норвегія, Саудівська Аравія, Кувейт, Росія). За ними ідуть азіатські країни (Китай, Сінгапур), які експортують переважно несировинні товари.

З рівнем розвитку економіки країни, яка створює фонд, сильно корелює прозорість його діяльності. Так, індекс прозорості країн-експортерів нафти та ряду азійських країн в середньому становить від 4 до 6 балів за десятибальною шкалою. На першому місці в рейтингу знаходиться Норвегія, причому індекс прозорості даної країни досягає максимального балу⁴.

Практика функціонування СІФ дає можливість здійснити розподіл країн, в яких вони створюються, на дві групи. Перша група країн – це країни, багаті природними ресурсами, які одержують надприбутки від експорту внаслідок високих цін на нафту та іншу сировину. У цьому випадку джерелами наповнення СІФ є надходження від оподаткування доходів від експорту державних та приватних сировинних компаній. Наприклад, кошти до фонду соціально-економічної стабілізації Чилі надходять з надлишків бюджетних доходів, що виникають при перевищенні реальної експортної ціни міді над базовою, яка щорічно встановлюється Міністерством фінансів Чилі. У Стабілізаційний фонд Росії перераховувалися державні доходи від видобутку і експорту нафти (у частині експортних мит і податку на видобуток корисних копалин) при перевищенні світової ціни на нафту встановленої “ціни відсікання”. Тобто, нафтогазові доходи бюджету формують його профіцит, звідки кошти надходять у суверенні фонди.

² Дрозд, Н. (2013). *Фонди суверенного добробуту, як особливі міжнародні інвестори в умовах глобального фінансового спаду*. Київський національний університет імені Тараса Шевченка. Економіка. Вип. 144, 7-10.

³ SWFI. *Sovereign Wealth Fund Ranking*. <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings>> (2015, травень, 7).

⁴ Norges Bank investment management. *1Q/14 Government Pension Fund Global*. Quarterly report. <http://www.nbim.no/globalassets/reports/2014/q1/2014_q1_eng.pdf>

Друга група країн – це країни, які мають стійке позитивне сальдо торговельного балансу, не пов'язане з експортом природних ресурсів. В даному випадку, суверенні фонди виникають внаслідок нагромадження надлишкової кількості золотовалютних резервів. Під надлишковим вважається обсяг понад рівень, необхідний для згладжування коливань курсу національної валюти, а також покриття відтоку короткострокового капіталу.

Оскільки межа між інвестиційним портфелем монетарного агентства для другої групи країн і суверенним фондом першої групи умовна (інвестиційна стратегія суверенних фондів одних країн може бути навіть більш консервативною, ніж стратегія управління золотовалютними резервами інших), то в деяких країнах існує можливість використання активів СІФ для підтримки стабільності платіжного балансу. Так, наприклад, кошти інвестиційної корпорації Кореї класифікуються як резервні активи і можуть бути використані для надання ліквідності під час криз платіжного балансу.

Співвідношення між золотовалютними резервами Центральних банків і іноземними активами СІФ у країнах-експортерах нафти значно відрізняються (рис. 2)⁵.



Рис. 2. Співвідношення між золотовалютними резервами Центральних банків і іноземних активів суверенних інвестиційних фондів, на кінець 2014 р., у країнах-експортерах нафти

В азіатських країнах, які відносяться до другої групи країн, навпаки золотовалютні резерви є домінуючими. Ці країни експортують середньо- і високотехнологічну продукцію і накопичують валюту в резервах Центральних банків. Співвідношення золотовалютних резервів та активів суверенних інвестиційних фондів висвітлено на рис. 3⁶.

Суверенні фонди здійснюють в основному портфельні інвестиції, проте частка прямих іноземних інвестицій (ПІІ) має тенденцію до зростання. Так, до кінця 2014 р. загальна вартість інвестицій у формі міжнародних злиттів і поглинань (ЗіП), здійснених суверенними фондами за останні двадцять років, склала 65 млрд. дол., у тому числі 57 млрд. дол. були інвестовані в період з 2005 р. по 2008 р. В 2014 р. ПІІ суверенних фондів становили 20 млрд. дол., що склало 0,5 % всіх активів.

Структуру операцій СІФ доцільно аналізувати з точки зору географічного та галузевого розподілу інвестицій. За напрямками інвестування з 1995 р. до 2014 р. 37% вартості всіх потоків здійснювалися в підприємства Північної Америки і 32% - Європи. Це пояснюється тим, що ці ринки традиційно надають широкі можливості інвестування і високий рівень ліквідності, а також здатні обслуговувати значну кількість інституціональних інвесторів.

Галузевий аналіз діяльності СІФ показує, що в докризовий період їх інвестиції переважали у фінансовому секторі, і при цьому перевага віддавалася США. У 2014 р. суверенні фонди інвестували в США і Швецію у формі злиттів і поглинань (ЗіП) 4,8 млрд. і 4,6 млрд. дол. відповідно. Також, найбільша інвестиційна компанія Сінгапуру Tamasek придбала 11 % акцій банку Merrill Lynch за

⁵ SWFI. *Sovereign Wealth Fund Ranking*. <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings>> (2015, травень, 7).

⁶ SWFI. *Sovereign Wealth Fund Ranking*. <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings>> (2015, травень, 7).



Рис. 3. Співвідношення між золотовалютними резервами Центральних банків і іноземних активів суверенних інвестиційних фондів, на кінець 2014 р., у країнах Азії

4,4 млрд. дол. У період світової фінансової кризи СІФ скоротили інвестиції в фінансовий сектор через значні втрати. Так, Китайська інвестиційна компанія втратила в 2008 р. на вкладеннях в Morgan Stanley 2,5 млрд. дол.⁷

Слід відмітити, що суверенні інвестиційні фонди виявилися одними з найменш вразливих класів інвесторів в період фінансової кризи. Безумовно, фінансова криза 2008 р. серйозно позначилася на діяльності суверенних фондів, особливо на тих, які діяли на світових фінансових ринках, що стало причиною зміни їх інвестиційних стратегій. В останні два квартали 2008 року падіння цін на нафту та фондових індексів призвело до падіння активів майже всіх інститутів фінансового ринку (рис. 4)⁸.

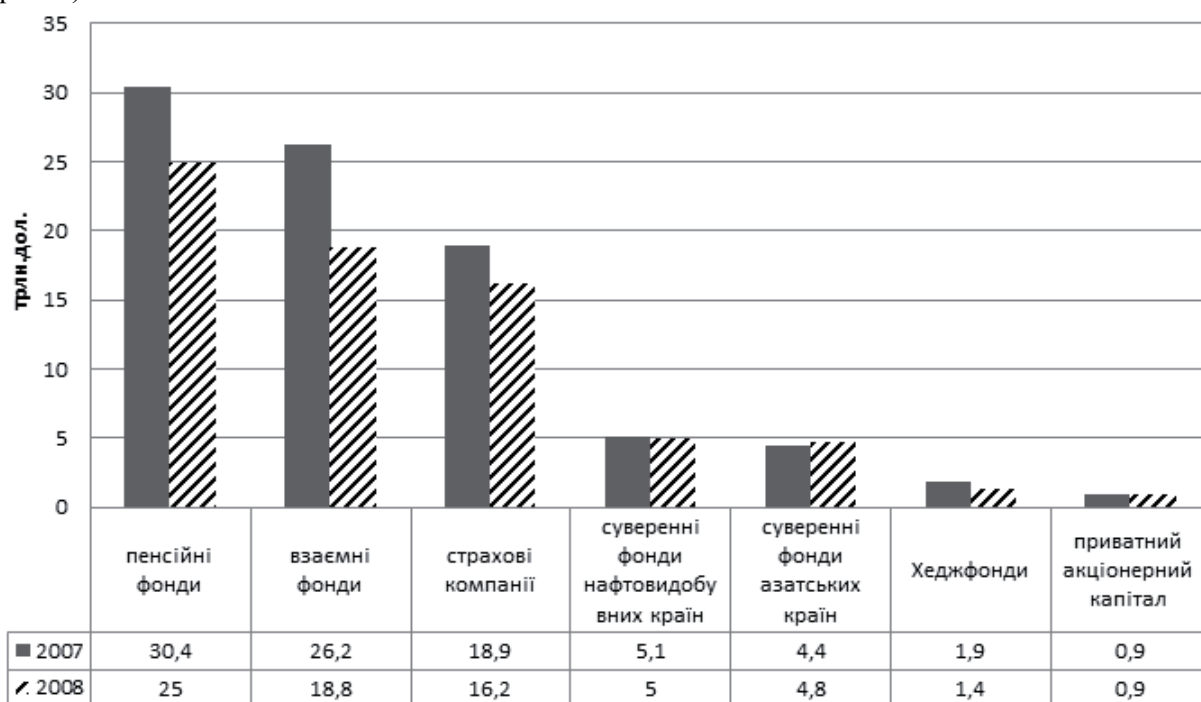


Рис. 4. Активи різних видів інституціональних інвесторів в 2007-2008 рр., трлн. дол.

⁷ UNCTAD. *World Investment Report 2014: FDI outflows, by region and economy, 1990-2013* <<http://unctad.org/en/Pages/DIAE/World%20Investment%20Report/Annex-Tables.aspx>> (2015, травень, 8).

⁸ IMF. *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda, 2008* <<http://www.thecornerhouse.org.uk/the-cornerhouse.org.uk/pdf,12-18>>.

При цьому втрати традиційних інституціональних інвесторів, пенсійних і взаємних фондів і страхових компаній, виявилися значно більшими, ніж у суверенних інвесторів нафтовидобувних і азійських країн. А активи суверенних інвестиційних фондів азійських країн навіть зросли на 0,4 трлн. дол. Це пов'язано з тим, що активи традиційних інституціональних інвесторів більшою мірою вкладені в ризикові активи – акції. Таким чином, в період світової фінансової кризи частка активів суверенних інвесторів на глобальних фінансових ринках зросла. Динаміка активів суверенних фондів істотно різниться (таблиця 1)⁹.

Таб. 1

Сукупний обсяг активів найбільших суверенних інвестиційних фондів в 2007-2008 рр., трлн. дол.

| Суверенний інвестиційний фонд | 2008 | 2007 |
|--|---------|---------|
| Інвестиційне агентство Абу-Дабі | 470-740 | 500-875 |
| Агентство грошового обігу Саудівської Аравії | 390 | 350 |
| Державний пенсійний фонд Норвегії | 326 | 371 |
| Урядова інвестиційна корпорація Сінгапуру | 300 | 330 |
| Інвестиційне агентство Кувейту | 240 | 250 |
| Китайська інвестиційна корпорація | 210 | 200 |
| Фонд національного добробуту Росії | 137 | 125 |
| Temasek Holding Singapore | 80 | 108 |
| Суверенний фонд Росії | 88 | 32 |
| Корейська інвестиційна корпорація | 25 | 18 |
| Khazanah Nasional Berhad | 23 | 15 |

В посткризовий період, позитивні темпи зростання спостерігалися у суверенних фондів Росії та агентства грошового обігу Саудівської Аравії. Це значною мірою пов'язано з тим, що в цих фондах основну частку активів становлять державні облігації, а також депозити і кошти на банківських рахунках. Найбільші втрати зазнали Урядовий пенсійний фонд Норвегії та Інвестиційне агентство Абу-Дабі. Це було наслідком значної частки акцій у портфелях цих фондів (близько 60%). У результаті вливання коштів у ці фонди в першій половині 2008 р., в період високих цін на нафту, не змогли компенсувати масштабні збитки другої половини року, викликані падінням ринку акцій.

В період фінансової кризи суверенні інвестиційні фонди змінювали свої інвестиційні стратегії. Значно зросла увага суверенних інвестиційних фондів до нерухомості. Так, наприклад, Інвестиційне агентство Абу-Дабі оголосило про плани створити міжнародний фонд нерухомості. Крім нерухомості, фонди з нафтовидобувних країн, особливо близькосхідні інвестори, розширили свої інвестиції в с/г землі, придатні для виробництва продуктів харчування й біопалива. Наприклад, ОАЕ стали власниками 400 тис. га землі в Судані, а Саудівська Аравія орендує землі в Ефіопії, придатні для вирощування зернових культур¹⁰.

З початком світової кризи, крім зміни стратегії інвестування, суверенні фонди скерували значний обсяг коштів на підтримку національних економік: захист курсу національної валюти, допомогу банківській системі і компаніям реального сектора. Так, наприклад, Фонд національного добробуту Росії наприкінці 2008 р. – першій половині 2009 р. видав кредит на 10 млрд. дол. Банку Розвитку на докапіталізацію російських кредитних організацій. Інвестиційне агентство Катару наприкінці 2008 р. закупили акції національних банків, щоб підтримати їх стійкість і повернути довіру приватних інвесторів. Монетарне агентство Саудівської Аравії розмістило 3 млрд. дол. на депозитах у банках країни. Уряди країн Ради співробітництва арабських держав Перської затоки спільно вклали гроші у

⁹ SWFI. *Sovereign Wealth Fund Ranking*. <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>> (2015, травень,7)>.

¹⁰ Edwin, M., Truman (2008) A blueprint for Sovereign Wealth Fund best practices. *Peterson Institute for International Economics*.

проблемні активи Міжнародного банку Перської затоки на суму 4,8 млрд. дол. Норвегія виділила 20 млрд. дол. з Урядового пенсійного фонду на стимулювання постраждалої від кризи національної економіки¹¹.

За прогнозом McKinsey Global Institute, незважаючи на певний спад світової економіки, іноземні активи нафтовидобувних і азіатських країн продовжать зростати в середньостроковій перспективі. Це пов'язане з тим, що високий попит на експортовану цими країнами продукцію буде зберігатися і у довгостроковій перспективі.

Важливу роль у діяльності суверенного фонду відіграє інвестиційна стратегія. Стратегія суверенних інвестиційних фондів спочатку була консервативною, що, загалом кажучи, не відповідає довгостроковому профілю цих вкладень. Враховуючи сучасні тенденції, фонди змінювали і продовжують змінювати стратегію інвестування на більш високоприбуткову. Оскільки, індекс прозорості діяльності для більшості суверенних фондів є низьким, структура вкладень та стратегія діяльності відома лише для декількох фондів. Найбільшим суверенним інвестиційним фондом є Державний пенсійний фонд Норвегії, активи якого оцінюються в 880 млрд. дол. Фонд активно працює над удосконаленням своєї інвестиційної стратегії та здійснює прозору діяльність. Поетапний аналіз розвитку стратегії суверенного фонду наведено нижче на рис. 5.

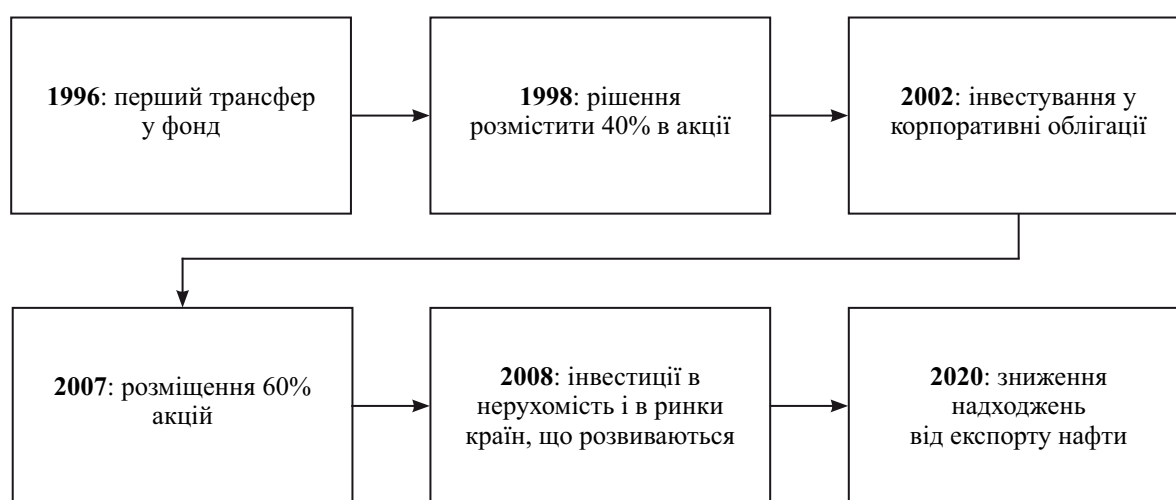


Рис. 5. Поетапний розвиток інвестиційної стратегії суверенного фонду Норвегії

У 2014 році державний пенсійний фонд Норвегії оновив стратегію інвестування, розширивши вкладення за рахунок нових ринків і валют і збільшив кількість компаній, в яких йому належить істотна частка - понад 5%. Оновлена стратегія фонду Норвегії передбачає більш активну участь у капіталі компаній. Фонд планує до 2016 року збільшити кількість компаній, в яких він володіє більше 5% капіталу, до 100 - у порівнянні з 45 на кінець 2014 р. Перевага буде надаватися європейським компаніям. Фонд планує активно брати участь у діяльності таких компаній¹².

Суверенний фонд Норвегії продовжує удосконалювати стратегію абсолютної прибутковості, яка націлена на досягнення певного рівня прибутковості без прив'язки до ринкових орієнтирів. Кредо норвезького фонду полягає в довгостроковому горизонті інвестування, поглибленому фундаментальному аналізі та активній участі в управлінні найбільшими активами. Довгостроковою метою Норвезького суверенного фонду є заощадження нафтових доходів країни для майбутніх поколінь. На нашу думку, стратегія цього суверенного фонду є найбільш успішною та зваженою, що й впливає на поступове зростання активів фонду.

Висновки. Сучасні суверенні інвестиційні фонди вважаються стабільними фінансовими інститутами та фондами національного доброту. Наразі, вони стали невід'ємною та важливою частиною світових фінансових ринків, а також мають все більше значення для економічного розвитку країн, які ними володіють у зв'язку з необхідністю здійснювати збереження частини доходів для майбутнього розвитку.

¹¹ The Corner house (2008). *Sovereign wealth funds. Some frequently asked questions*. <http://www.thecornerhouse.org.uk/sites/thecornerhouse.org.uk/files/38SAQs.pdf> (2015, травень, 9).

¹² *Norges Bank investment management*. 1Q/14 Government Pension Fund Global. Quarterly report. <http://www.nbim.no/globalassets/reports/2014/q1/2014_q1_eng.pdf> (2015, травень 9).

На кінець 2014 р. кількість суверенних інвестиційних фондів зросла до 75, а сукупний обсяг їх активів перевищив 7 трлн. дол. Найбільші класичні суверенні фонди знаходяться в країнах-експортерах нафти і газу.

Галузевий аналіз діяльності СІФ показав, що в докризовий період їх інвестиції переважали у фінансовому секторі, і при цьому перевага віддавалася США. Після кризи фонди, які формуються за рахунок несировинних прибутків дещо зросли.

СІФ виявилися одними з найменш вразливих класів інвесторів в період останньої фінансової кризи. Фінансова нестабільність вплинула на стратегії управління інвестиційними портфелями СІФ. Загалом, в посткризовий період стратегії фондів спрямовані на поліпшення управління, прозорості та підзвітності, що на сьогодні залишається одним з основних аспектів їх ефективності та успіху.

Протягом наступних років розвиток суверенних інвестиційних фондів буде відбуватися під впливом зростання державного інвестування в національні проекти, збільшення обсягів світової торгівлі, лібералізації національної економічної політики провідних країн, подальшої транснаціоналізації банків.

References

1. IMF. Sovereign Wealth Funds. A Work Agenda, 2008 <<http://www.thecornerhouse.org.uk/thecornerhouse.org.uk/pdf>> 12-18.
2. Edwin, M., Truman (2008) A blueprint for Sovereign Wealth Fund best practices. Peterson Institute for International Economics.
3. Petrikova, E.M. (2012). Suverenyye fondyi natsionalnogo blagosostoyaniya stranyi kak instrument stabilizatsii finansovogo ryinka. *Finansyi i kredit*, 10, 39-49.
4. The Corner house (2008). Sovereign wealth funds. Some frequently asked questions. <<http://www.thecornerhouse.org.uk/sites/thecornerhouse.org.uk/files/38SWFFAQs.pdf>> (2015, травень, 9).
5. Drozd, N. (2013). Fondi suverenogo dobrobutu, yak osoblivl mlzhnarodnl Investori v umovah globalnogo finansovogo spadu KiYivskogo natsionalnogo unIversitetu Imenl Tarasa Shevchenka. *Ekonomika*. Vip. 144, 7-10.
6. Ronald, J. Gilson, Curtis J., Milhaupt (2008). Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism. Stanford Law and Economics Olin Working Paper, No. 355 <<http://www.law.stanford.edu/publications/details/3992/Sovereign%20Wealth%20Funds%20and%20Corporate>>
7. Norges Bank investment management (2014). Government Pension Fund Global. Quartely report. <http://www.nbim.no/globalassets/reports/2014/q1/2014_q1_eng.pdf> (2015, травень 9)>.
8. UNCTAD. World Investment Report (2014). FDI outflows, by region and economy, 1990-2013 <<http://unctad.org/en/Pages/DIAE/World%20Investment%20Report/Annex-Tables.aspx>>. (2015, травень, 8).