

7. Сидоренко М. В. Сучасні підходи до міжнародної маркетингової діяльності малих та середніх підприємств. // Формування ринкової економіки: Збірник наукових праць. — Вип. 23. — К.: КНЕУ, 2010. — С. 341—350.

8. Теорія і практика прийняття управлінських рішень: Навч. посіб. / Крупник А.С., Линьов К.О., Нужний Є.М., Рудик О.М. — К.: Видавничий дім «Простир», 2006. — 156 с.

9. Вітлінський В. В., Великоіваненко Г. І. Ризикологія в економіці та підприємстві: Монографія.— К.: КНЕУ, 2004. — 480 с.

10. Сливоцки А., Моррисон Д. Маркетинг со скоростью мысли. — М.: Изд-во ЗКСМО-Пресс, 2002. — 448 с.

11. Разработка внешнеэкономической стратегии сбыта // [www.dis.ru/market/arhiv/2003/3/4.html](http://www.dis.ru/market/arhiv/2003/3/4.html)

Статтю подано до редакції 22.03.12 р.

УДК 339.727.22

П. С. Клепка, аспірант  
кафедри «Міжнародні фінанси»

## СУВЕРЕННІ ФОНДИ КРАЇН БРІК

**АНОТАЦІЯ.** У статті порушуються актуальні питання розвитку суверенних фондів країн БРІК. Розглянуто можливості інвестицій і залучення додаткових коштів у фондові ринки країн БРІК у докризовий та після кризовий періоди.

**КЛЮЧОВІ СЛОВА.** суверенний фонд, БРІК, інвестиційні інструменти, фондовий ринок, заощадження.

**АННОТАЦИЯ.** В статье затрагиваются актуальные вопросы развития суверенных фондов стран БРИК. Рассмотрены возможности инвестиций и привлечения дополнительных денежных средств в фондовые рынки стран БРИК в докризисный и послекризисный периоды.

**КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА.** суверенный фонд, БРИК, инвестиционные инструменты, фондовый рынок, сбережения.

**ANNOTATION.** This paper raises issues of developing sovereign funds BRIC countries. The possibilities to invest and attract additional

funds in the stock markets of the BRIC countries in pre-crisis and post crisis periods.

KEY WORDS. sovereign fund, BRIC, investment tools, stock market, savings.

**Постановка проблеми.** Світові суверенні інвестиційні фонди безпосередньо впливають на національні доходи рентного походження та профіцит бюджетів. Основним завданням цих фондів є примноження своїх потенційних можливостей, шляхом інвестування коштів у різні національні та міжнародні фінансові інструменти.

Очікується, що найближчим часом активність державних інвестиційних фондів буде рости. Більша частина коштів буде інвестована на 10—15 років в акції та облігації компаній з високими рейтингами країн Центральної та Східної Європи, а також країн BRIC (Бразилія, Росія, Індія, Китай). Якщо зараз сукупні активи суверенних фондів в усім світі оцінюються в \$ 3 трлн, то — згідно із прогнозами — до 2012 р. державні інвестиційні фонди будуть контролювати активи вартістю \$ 10 трлн.

Метою написання статті стало дослідження теорії та практики основ функціонування та управління суверенних фондів, зокрема, тих, що належать країнам групи БРІК.

**Аналіз останніх джерел чи публікацій.** Питання впливу суверенних фондів на світову кон'юнктуру було в певній мірі описано в дослідженнях окремих науковців, таких як Н. Ковальова, А. Кузнецов, Т. Сальникова, М. Ягер. Втім, детальний аналіз суверенних фондів БРІК у кризовий період чи фінансової нестабільності залишається актуальним, зважаючи на значну роль фондів у сучасному фінансовому світі.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** У вітчизняній економічній літературі питання суверенних фондів розкрито не дуже повно, так, д.е.н., професор О.В. Гаврилук у своїй статті трактує сутність суверенних фондів наступним чином:

Суверенний фонд (СФ) — це фонд, контрольним пакетом якого володіє будь-яка держава (державний інвестиційний фонд), складається з валютних нагромаджень та інших активів (у т.ч. власності, акцій, облігацій) і зазвичай формується внаслідок виникнення високого профіциту торговельного балансу при експортних операціях (найчастіше — природних ресурсів (вуглеводнів) або товарів) з метою акумулювання й інвестування тимчасово вільних державних коштів [2].

Термін «суверенний фонд» був вперше використаний у 2005 році Ендрю Розановим у статті «Who holds the wealth of nations?» в *Central Banking journal*. Спочатку термін використовувався для опису традиційного управління суверенним добробутом, а вже потім став широко застосовуватися в тому значенні, в якому ми використовуємо його сьогодні.

Існують різні визначення поняття «суверенного фонду добробуту» (СФД):

— спеціальний грошовий фонд, який використовується для стабілізації державного бюджету в періоди зниження державних доходів або для державних потреб у довгостроковій перспективі [12];

— державний інвестиційний фонд, що складається з акцій, облігацій, нерухомості або інших фінансових інструментів, виражених в іноземній валюті. Частина коштів може бути інвестована усередині економіки. Інвестування коштів суверенного фонду добробуту передбачає вищий рівень прибутковості у порівнянні з державними резервами і відповідно вищий рівень ризиків. Організаційна форма можлива у вигляді фонду або інвестиційної корпорації.

Втім зазначений підхід не досить чітко та крізь призму однієї проблеми характеризує сутність суверенних фондів, тому ми пропонуємо авторський підхід до цієї дефініції. Так, з нашої точки зору суверенні фонди накопичення багатства — державні інвестиційні фонди, що складаються з акцій, облігацій, нерухомості або інших фінансових інструментів, виражених в іноземній валюті. Частина коштів може бути інвестована усередині економіки. Інвестування коштів суверенного фонду добробуту передбачає більш високий рівень прибутковості в порівнянні з державними резервами й відповідно більш високий рівень ризику. Організаційна форма можлива у вигляді фонду або інвестиційної корпорації. У всіх країн є валютні резерви (вони, як правило, створюються в доларах, євро або єнах). Коли країна, що має профіцит по рахунку поточних операцій, нагромаджує більше резервів, ніж їй, імовірно, необхідно для найближчих цілей, вона може створити суверенний фонд для управління цими «додатковими» резервами. Суверенні фонди існують принаймні з 1950-х років, але в останні 10—15 років їх загальносвітовий об'єм різко збільшився. У 1990 році кошти суверенних фондів склали 500 млрд доларів США; в даний час їх сукупна величина оцінюється на рі-

вні 2—3 трлн доларів, а до 2012 року, виходячи з вірогідної траєкторії рахунків поточних операцій, вона може досягти 10 трлн доларів.

Суверенний фонд найчастіше утворюється у разі високого торговельного профіциту при експортних операціях тієї чи іншої держави. Найчастіше це експорт природних ресурсів (нафти, газу), або експорт товарів [2].

Розглянемо принцип функціонування та наповнення суверенних фондів на прикладі Росії та Китаю.

Наповнення суверенного фонду Росії відбувається наступним чином:

- при експорті нафти, до фонду надходять кошти вивізного мита та податок на видобуток корисних копалин, при ціні на нафту сорту Юралс, що перевищує базову ціну (20 дол. США за барель). Кошти, що не перевищують базову ціну надходять до бюджету.

Додаткові доходи федерального бюджету, що підлягають зарахуванню до Стабілізаційного фонду в поточному місяці, визначаються як сума:

- фактичних надходжень до федерального бюджету коштів вивізного мита на нафту сиру в поточному місяці, помножена на відношення різниці діючої в поточному місяці ставки вивізного мита на нафту сиру і розрахункової ставки зазначеної мита при базовій ціні на нафту до діючої в поточному місяці ставки вивізного мита на нафту сиру;

- фактичних надходжень до федерального бюджету коштів податку на видобуток корисних копалин (нафта) у поточному місяці, помножена на відношення різниці діючої в поточному місяці ставки податку на видобуток корисних копалин (нафта) і розрахункової ставки зазначеного податку при базовій ціні на нафту до діючої в поточному місяці ставкою податку на видобуток корисних копалин (нафта).

Уряд Російської Федерації визначив, що до боргових зобов'язань іноземних держав, до яких можуть розміщуватися кошти Фонду, відносяться:

- боргові зобов'язання у формі цінних паперів урядів Австрії, Бельгії, Фінляндії, Франції, Німеччини, Греції, Ірландії, Італії, Люксембургу, Нідерландів, Португалії, Іспанії, Великобританії і США, номіновані в доларах США, євро та англійських фунтах стерлінгів;

- боргові зобов'язання, країни-емітенти яких мають рейтинг довгострокової кредитоспроможності не нижче рівня «ААА» за класифікацією рейтингових агентств «Фітч Рейтинг» або «Стандарт енд Пурс» (Fitch-Ratings або Standard & Poor's) або не нижче рівня «Ааа» за класифікацією рейтингового агентства «Мудіс Інвесторс Сервіс» (Moody's Investors Service);

- боргові зобов'язання, термін погашення яких є фіксованим, умови випуску та обігу не передбачають права емітента здійснити достроково їх викуп (погашення) та права власника боргових зобов'язань достроково пред'явити їх до викупу (погашення) емітентом;

- боргові зобов'язання, ставка купонного доходу (у разі купонних боргових зобов'язань) і номінали яких є фіксованими;

- боргові зобов'язання, обсяг випуску яких, що перебуває в обігу, становить не менше 1 млрд доларів США для боргових зобов'язань, номінованих у доларах США, не менше 1 млрд євро — для боргових зобов'язань, номінованих у євро, і не менше 0,5 млрд фунтів стерлінгів — для боргових зобов'язань, номінованих у фунтах стерлінгів;

- боргові зобов'язання, випуски яких не є випусками, призначеними для приватного (непублічного) розміщення.

Термін до погашення боргових зобов'язань іноземних держав на день їх придбання знаходиться в діапазоні, обмеженому від 3 місяців до 3-х років.

На даний час кошти Фонду розміщуються згідно з наступною валютною структурою: по 45 % в доларах США і євро, та 10 % в фунтах стерлінгів.

Суверенний фонд Китаю має кардинально іншу структуру наповнення, оскільки він не є сировинного походження. Він був створений з метою управління валютними резервами Китаю. Для його створення були випущені спеціальні казначейські облігації на суму 1 550 млрд юанів (207 млрд дол.). Облігації викупили міністерство фінансів Китаю та публічні компанії. Облігації вийшли у вигляді 10-ти- та 15-тирічних боргових паперів з процентною ставкою 4,3 %—4,7 %, залежно від серії. Сума від залучення коштів надійшла до суверенного фонду.

Суверенний фонд Китаю інвестує кошти в акції, облігації та альтернативні цінні папери в розвинених країнах, так країнах, що розвиваються. В 2010 році структура портфелю виглядала наступним чином: \* грошові кошти та валюта 4 %; акції 48 %; облігації 27 %; альтернативні інвестиції 21 %.

Всі суверенні фонди світу становлять собою значну суму 2,8 трільйона доларів — більше ніж всі пайові інвестиційні фонди разом взяті (1,7 трлн дол.). Порівнюючи 2009 з 2010 роками (рис. 1), Азіатські країни і США поступово набирають обертів щодо наповнення своїх суверенних фондів.

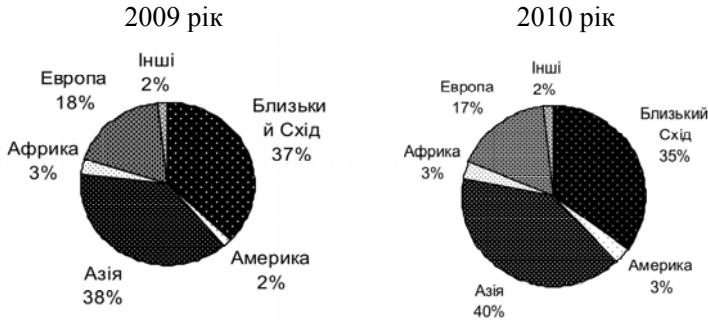


Рис. 1. Розміщення суверенних фондів світу (2009—2010 роки)

За прогнозами до 2011 року обсяг суверенних фондів зросте до 8 трлн доларів. Найчастіше фондом управляє спеціальна державна компанія, яка вирішує, куди вкласти гроші фонду з найкращою вигодою, що на ці гроші купити (власність або фінансові папери) і що продати [3].

Мета суверенного фонду зберегти і примножити гроші. Найчастіше суверенні фонди наповнюються коштами від продажу сировини (нафта, газ).

Таблиця 1

**НАЙБІЛЬШІ СВІТОВІ СУВЕРЕННІ ФОНДИ**

Країна	Назва фонду	Активи млрд. дол.	Заснування	Походження коштів	Індекс прозорості фонду
UAE — Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	\$627	1976	продаж нафти	3
Norway	Government Pension Fund — Global	\$512	1990	продаж нафти	10

Закінчення табл. 1

Країна	Назва фонду	Активи млрд. дол.	Заснування	Походження коштів	Індекс прозоро- сті фонду
Saudi Arabi	SAMA Foreign Holdings	\$392.1	n/a	продаж нафти	2
China	SAFE Investment Company	\$347.1	1997	не сировинні	2
China	China Investment Corporation	\$332.4	2007	не сировинні	6
China — Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	\$259.3	1993	не сировинні	8
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	\$247.5	1981	не сировинні	6
Kuwait	Kuwait Investment Authority	\$202.8	1953	продаж нафти	6
China	National Social Security Fund	\$146.5	2000	не сировинні	5
Russia	National Welfare Fund	\$142.5	2008	продаж нафти	5
Singapore	Temasek Holdings	\$133	1974	не сировинні	10
Qatar	Qatar Investment Authority	\$85	2005	продаж нафти	5
Libya	Libyan Investment Authority	\$70	2006	продаж нафти	2
Australia	Australian Future Fund	\$67.2	2004	не сировинні	10
Algeria	Revenue Regulation Fund	\$56.7	2000	продаж нафти	1
Kazakhstan	Kazakhstan National Fund	\$3	2000	продаж нафти	6
Brazil	Sovereign Fund of Brazil	\$8.6	2009	не сировинні	new

\* за даними Morgan Stanley та OECD.

\*\* адаптовано автором на основі [13].

**Управління фондами.** Проведений нами аналіз літературних джерел [2, 4, 11] і практичної діяльності низки суверенних фондів (Табл.1) показав, що розкриття інформації щодо структури їх портфелів залишається на різному рівні від «повного розкриття інформації», як у Alaska Permanent Fund, до «повної закритості інформації», як у National Fund for Hydrocarbon Reserves. Як свідчить досвід найвідоміших суверенних фондів (Abu Dhabi Investment Authority, SAMA Foreign Holdings, SAFE Investment Company) головним засобом інвестування коштів є облігації інших держав (bonds) [4].

Останнім часом деякі фонди стали схилитися до більш ризикованих інвестицій. Вони виводять частину коштів з облігацій США і вкладають їх у власність за кордоном, в акції великих компаній, інвестують у молоді компанії, що призводить до зменшення попиту на облігації США та підвищує економічний вплив країни-інвестора в країні, де та здійснює свої надбання.

Суверенні фонди мають суттєві відмінності від інших інвестиційних фондів та інвестицій у державні підприємства (табл. 2). Позитивний момент полягає в тому, що суверенні фонди працюють на перспективу. Їх цікавлять довгострокові результати, а не спекулятивний прибуток на коротких угодах. Вони не зобов'язані робити регулярні виплати, на відміну наприклад від пенсійних фондів. У них немає пайовиків, які у разі несприятливої ринкової ситуації почнуть панікують і забирають з фонду свої кошти. Купуючи певну компанію, суверенні фонди не влаштовують її реструктуризацію і не змінюють управлінський склад.

Економісти прихильно ставляться до суверенних фондів. Вони є фактором стабільності на ринку акцій і облігацій [5, 10].

Таблиця 2

**ПОРІВНЯЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ФОНДІВ НАКОПИЧЕННЯ КАПІТАЛУ**

Критеріальні характеристики	Суверенний фонд	Публічні пенсійні фонди
<b>Власник активу</b>	Держава	Пенсійні учасники
<b>Основна мета</b>	Різна (отримання доходу, контроль підприємств, галузей)	Сталий дохід
<b>Характер надходження коштів до фонду</b>	Від продажу сировини/не сировинні	Пенсійні внески



Закінчення табл. 2

Критеріальні характеристики	Суверенний фонд	Публічні пенсійні фонди
<b>Державний контроль</b>	Абсолютний	Не значний
<b>Розкриття інформації</b>	Частково закрита	Прозорий
<b>Дохідність</b>	Висока	Помірна
<b>Приклади фондів</b>	Abu Dhabi Investments Authority, China Investment Corporation, Korea Investment Corporation, Kuwait Investment Authority	CalPERS, CalSTRS, NYSTRS, Teacher Retirement System of Texas

**Особливості Фондів країн БРІК.** У 2009 році був створений The Fundo Soberano do Brazil, активи, якого на сьогоднішній день оцінюються у \$ 8,6 млрд дол. (табл. 3.)

Резервний фонд Російської федерації був сформований 1 лютого 2008 року.

Таблиця 3

## СПИСОК ГОЛОВНИХ СУВЕРЕННИХ ФОНДІВ БРІК:

Країна	Назва фонду	Об'єм	Рік заснування
Бразилія	The fundo Soberano do Brazil	8,6 \$ млрд дол.	2009
Китай	National Social Security Fund	146,5 \$ млрд дол.	2000
Китай	Safe Investment Company	347,1 \$ млрд дол.	1997
Росія	National Welfare Fund	142,5 \$ млрд дол.	2008

У березні 2009 року сукупний обсяг Резервного фонду РФ становив 4 869,74 млрд рублів, що еквівалентно 136,33 млрд доларів США, а сукупний обсяг Фонду національного добробуту — 2 995,51 млрд рублів, що еквівалентно 83,86 млрд доларів США. Кошти суверенних фондів розміщуються на рахунках Центрального банку Росії в іноземній валюті (долари США, євро і фунти стерлінгів). Центральний банк є основним агентом з управління, і за користування коштами сплачує відсотки.

В Індії до теперішнього часу не існує суверенних фондів. У 2008 році уряд обговорював питання про створення такого фонду, який сприяв би підтримці темпів економічного зростання. Резервний Банк Індії не має наміру здійснювати управління Фонду, якби він був створений, і пропонував створити автономний комітет. За своїм статутом Резервний Банк Індії не має право використовувати фонди в іноземній валюті для інвестування закордон в інші фінансові інструменти, крім казначейських паперів.

Найбільшим суверенним пенсійним фондом Індії є Employees 'Provident Fund. Це накопичувальний централізований фонд, який працює за схемою гарантованих внесків (DC). Управління активами здійснюється радою керуючих, членами якого є представники держави, профспілок і промислових підприємств. Фонд переважно інвестує свої активи в національні державні облігації, боргові зобов'язання державних підприємств і в проекти соціального призначення.

У Китаї існує конкуренція двох великих суверенних фондів не нафтодоларового походження (табл. 3). Інвестиційна компанія державного валютного управління (SAFE Investment Company) існує з 1997 року, ця компанія управляє золотовалютними резервами Китаю. У списку найбільших суверенних фондів світу вона займає 3-ю позицію.

Джерелами накопичення не є нафтодолари, як, наприклад, у Російських суверенних фондах. Перші роки ця Інвестиційна компанія розміщувала свої активи в надійні, але низькооплачувані фінансові інструменти. Але пізніше, з появою конкуруючої державної компанії China Investment Corporation, навесні 2007 року, вона почала активно скуповувати акції і високо-ризиковані облігації і робити прямі інвестиції, зокрема в компанії нафтової промисловості Західно Європейських країн (Total, BP, Royal Dutch Shell Plc). Влітку 2007 і влітку 2008 року Китай збільшив портфель американських приватних цінних паперів у три рази.

Падіння фондових ринків у 2008 році призвело до втрат Фондом десятків мільярдів доларів [9, 10].

**Висновки з проведеного дослідження.** У даній статті були дослідженні переваги інвестування коштів через суверенні фонди до країн БРІК. Кожна з країн БРІК була проаналізована окремо. Після написання статті були зроблені наступні висновки:

- Контрольовані державою фонди дають можливість зберегти частину фінансових рентних доходів для реалізації суспільних

цілей майбутніх поколінь. При цьому в середньостроковій перспективі вони сприяють диверсифікації економік, фінансуючи нові види нетоварної людської діяльності в своїх країнах: туризм, культура, наука. Вони відіграють роль стабілізатора в кризових умовах. Фонди, працюючи на довгу перспективу, інвестують у реальну економіку швидше, ніж інші фінансові структури, тому що їм не потрібен негайний прибуток.

• Суверенні фонди є новими інститутами фінансової політики держав БРІК. У всіх них основною метою є гарантія і примноження добробуту населення. Суверенні пенсійні фонди в своїй діяльності спираються на новітні теоретичні розробки та досвід їх застосування у фінансових сферах розвинених капіталістичних країн. Незважаючи на це, з початком фінансової кризи 2008 року вони зазнали значних збитків. Суверенні інвестиційні фонди ще не розробили свого набору інструментів для прогнозування діяльності, а неоліберальні підходи індивідуальної поведінки їм не підходять. Маючи в своїй основі суспільну власність, суверенні фонди можуть звернутися до розробок в галузі планування. Багато чого повинно бути змінено в цьому розділі економічної думки починаючи зі змісту самого принципу, де фінансам приділялося незначне місце. Проведений аналіз діяльності фондів в країнах БРІК, коротко викладений у даній статті, показує необхідність робіт над створенням інструментів гетерархічного макро-регулювання, в якому фінанси Суверенних фондів накопичення могли б зайняти одне з провідних місць.

### Література

1. Ковальова Н. Регулювання декларування інвестиційної політики накопичувальних пенсійних фондів: напрями вдосконалення вітчизняного підходу в світлі міжнародного досвіду // Ринок цінних паперів України. — 2005. — № 3—4. — С. 53—61.

2. Гаверлюк О.В., д.е.н., професор /ФОНДИ СУВЕРЕННОГО РОЗВИТКУ — НОВИЙ СУБ'ЄКТ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ/ УДК 330.123.3:316.334.2

3. Duffie, D., Singleton, K. « Modeling term structures of default able bonds» // *The Review of Financial Studies*. — 2005. — 12, pp.687—720

4. Jaeger, M. *BRIC outward FRI — the dragon will outpace the jaguar, the tiger and the bear*, Deutsche Bank Research, February, 9, 2009.

5. Gollier, Ch. (2007) *Intergenerational Risk-Sharing and Risk-taking of Pension Fund*, CEFifo, W.P. n°1969

6. Gouriéroux, C., Josiak, J. (2001) *Financial Econometrics*, Princeton University Press
7. Markowitz, H.M. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. New York: John Wiley & Sons.
8. Peaucelle, I. (2008) *The Formation of Financial Industries in USA, France and Russia*, ЕЕР/PSE n°2008-08
9. Sharpe, William F. (1964). «Capital Asset Prices — A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk». *Journal of Finance* XIX (3): 425—429.
10. Tobin, J. (1958). «Liquidity Preference as Behavior Towards Risk». *Review of Economic Studies* 25.1: pp.65—86.
11. Сальникова Т. Пенсійне забезпечення: світовий досвід / Т. Сальникова// Вісн. Пенсійного фонду України. — 2008. — № 7(73). — С. 24—27.
12. The Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org>.
13. Carroll school of management// The Emerging Markets Issue // Vol. 3 Issue 1, Spring 2008.

Статтю подано до редакції 30.02.12 р.