

# РОЛЯТА НА СУВЕРЕННИТЕ ФОНДОВЕ ЗА БОГАТСТВО В СЪВРЕМЕННАТА ИКОНОМИКА

Доц. д-р Ивайло Михайлов<sup>1</sup>

**Резюме:** През последните двадесет години суверенните фондове за богатство (СФБ) изживяват огромен растеж и поради това са обект на особен интерес както от страна на академични изследователи, така и на фондови мениджъри и борсови спекуланти. Към края на 2022 г. управляваните от тях активи възлизат на около 9 трлн. долара и доближават размера на поддържаните от централните банки валутни резерви. Това превръща СФБ в ключов участник на международните финансови пазари и желан бизнес партньор, особено по време на и след криза, когато нуждата от капитал е най-осезаема. Нещо повече инвестиционната и дивидентната политика на СФБ могат да окажат влияние върху основните механизми на икономическата политика – публичните финанси, паричната политика, валутнокурсната политика, което дава основание да се твърди, че СФБ имат изключително влияние и върху икономическото управление на страната. Целта на статията е да запознае професионалната общност със същността, особеностите, механизмите на финансиране и целите, които преследват суверенните инвеститори с управлявания обществен ресурс.

**Ключови думи:** суверенни фондове, инвестиции, богатство, валутни резерви, икономически растеж

**JEL:** E21, E22, F21

**DOI:**

## THE ROLE OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS IN THE MODERN ECONOMY

Assoc. Prof. Iaylo Mihaylov, PhD

**Abstract:** Over the past twenty years sovereign wealth funds (SWFs) have experienced tremendous growth and are therefore the subject of particular interest from both academic researchers, fund managers and stock market speculators. By the end of 2022 the assets managed by them are about \$9 trln. and approximate the amount of FX reserves maintained by central banks. This makes SWFs a key participant in the international financial markets and a desirable business partner, especially during and after a crisis, when the need for capital is most tangible. Moreover, the investment and dividend policy of the SFB can have an impact on the main mechanisms of economic policy – public finances, monetary policy, exchange rate policy – which gives reason to claim that the SWFs has an exceptional influence on the country's economic management. The purpose of the article is to acquaint the professional community with the nature, features, financing mechanisms and goals pursued by sovereign investors with the managed public resource.

**Key words:** sovereign fund, investment, wealth, foreign exchange reserves, economic growth

**JEL:** E21, E22, F21

**DOI:**

---

<sup>1</sup> ivaylo\_mihaylov@outlook.com; Университет „Проф. д-р Асен Златаров“ – Бургас, България.

## 1. Въведение

През последните години суверенните фондове за богатство изживяват огромен растеж и поради това са обект на особен интерес от страна на академични изследователи, фондови мениджъри и борсови спекуланти. Към края на 2022 г. управляваните от тях активи възлизат на около 9 трлн. долара и доближават размера на поддържаните от централните банки валутни резерви. Това превръща СФБ в ключов участник на международните финансови пазари и желан бизнес партньор, особено по време на и след криза, когато нуждата от капитал е най-осезаема.

## 2. Исторически преглед

Историята на СФБ е сравнително кратка. Уверено може да се каже, че те са продукт на ХХ в., макар че отделни техни белези и характеристики се раз-познават и в други структури със специално инвестиционно предназначение<sup>1</sup>. Първият фонд е основан през 1953 г. в Кувейт (Kuwait Investment Authority) с основна цел диверсификация на държавните приходи, тъй като по това време страната е силно зависима от добива и продажбата на нефт. След кратък пе-риод на затишие през 70-те год. няколко държави, сред които Канада, Абу Даби и Сингапур също основават свои фондове. Втората голяма вълна е през 90-те год., когато се създават СИФ на Иран, Азербайджан, Малайзия и Норве-гия, чийто фонд към настоящия момент надхвърля 1 трлн. дол. и се смята за един от най-големите в света. В началото на ХХI в. следва трета вълна — малко над две трети от СИФ са създадени след 2000 г. [Vazoonbandi, S. 2011, p. 18].

Концепцията за съвременните СИФ се въвежда от Андрю Розанов през 2005 г. В статията „Кой държи богатството на нациите“ авторът определя СИФ като: натрупани през годините ресурси от националните бюджетни излишъци, поради благоприятни макроикономически, търговски или фискални условия, съчетани с дългосрочно бюджетно планиране и ограничаване на разходите. Обикновено тези фондове се създават с една или повече от следните цели:

- изолиране на бюджета и икономиката от прекомерни колебания в при-ходите;
- подпомагане на паричните власти за стерилизиране на нежелана ликвидност;
- натрупване на спестявания за бъдещи поколения или използване на парите за икономическо и социално развитие [Rozanov, A., 2005].

---

<sup>1</sup> Според Филип Хилдебранд суверенните фондове не са нов феномен. С нейния *Caisse des Dépôts et Consignations*, Франция на практика създава СИФ през далечната 1816 г. Hildebrand, Ph. (2008). *The Challenge of sovereign wealth funds*. Vox.

През 2008 г. МВФ и създадената с негова подкрепа Международна работна група на СИФ отчитат нарастващата роля на инвестиционните фондове и предлагат да се приеме доброволен кодекс с най-добрите практики<sup>1</sup>. С този документ СИФ се определят като: „...инвестиционни фондове със специално предназначение, собственост на държавата. Създадени, за да преследват определени макроикономически цели, тези фондове държат, управляват или администрират активи и прилагат широк набор от инвестиционни стратегии<sup>2</sup>. СИФ могат да имат различна правна, институционална и управленска структури<sup>3</sup>. По същество те са хетерогенни, тъй като управляваните средства са насочени в различни подфондове – за фискална стабилизация, спестовни, пенсионни, фондове за развитие и др.“ [IWG of SWF, 2008, p. 3].

### 3. Видове фондове

Суверенните фондове за богатство могат да бъдат класифицирани в зависимост от определени критерии. От гледна точка на източниците на средства основната диференциация на СИФ е на стокови и нестокови. Стоковите фондове се финансират от приходите от експорт на минерални суровини или други международно търгуеми стоки, докато нестоковите се финансират с трансфери на валутни резерви, породени от търговски и/или бюджетни излишъци. Макар че принадлежат на съответните правителства фондовете не се управляват като централна банка, тъй като не са натоварени с ежедневна отговорност да поддържат стабилността на паричната маса или на националната парична единица. Нещо повече, СФБ могат да удължават инвестиционния си хоризонт, да поемат по-висок риск и да преследват по-висока възвращаемост въпреки факта, че инвестират държавни средства [Jorgy, S., M. Perry and Th. Hemphill 2010, p. 590].

Според друга и може би по-подробна класификация СФБ се разграничават според заявените цели, които преследват и според последващото разпределение на активите. Въз основа на тези критерии се обособяват следните пет вида СФБ [Al-Hasan, Ab. et al. 2013, pp. 4-6.]:

➤ *Стабилизационни фондове* – създават се, за да изолират бюджета и икономиката от колебанията на цените на стоките и от негативни външни шокове. Фондове от такъв тип имат Русия, Иран и Чили. Акумулираните средства се инвестират във високоликвидни активи както и в хеджиращи

---

<sup>1</sup> Тази съвкупност от мерки е известна като „принципите от Сантяго“ (Santiago principles).

<sup>2</sup> Според Ch. Balding (2012) суверенните фондове са създадени целенасочено, за решаване на конкретни икономически проблеми, а не за придобиване на финансова или политическа власт, въпреки че мненията по този въпрос остават доста поляризирани.

<sup>3</sup> За по-кратко СФБ могат да се определят като контролирани от правителството инвестиции, което дава основание на някои автори да говорят за нов модел на държавен капитализъм.

портфейла инструменти. Наблюденията показват, че около 69-70% от средствата се насочват към ценни книжа с фиксиран доход като преобладаващата част от този дял се заема от правителствени облигации и съкровищни бонове. Останалата част от портфейла се инвестира както следва: 20-22% в други дългови инструменти, 4% в дялови книжа и 3-5% се поддържат под формата на кешова наличност.

➤ *Спестовни фондове* – имат за цел споделяне на богатството сред поколенията като трансформират невъзобновяеми активи (минерални суровини) в диверсифицирани портфейли с доходоносни финансови активи. Структурата на портфейла на тези фондове е следната: 58-60% в дялови книжа, около 16% в правителствени книжа с фиксиран доход, 4-6% в други дългови инструменти, 4% кешова наличност и 15-16% в други инструменти. Акцентът в разпределението се поставя върху високорискови инвестиции, което се свързва и с по-висока очаквана доходност.

➤ *Фондове за развитие* – тези фондове се създават за насочване на акумулираните ресурси към приоритетни социално-икономически проекти, предимно в областта на техническата инфраструктура и благоустройството. Тук попадат Националният фонд за развитие на Иран и добилият световна популярност с мащабната си инвестиционна програма Мубадала (*Mubadala*) на ОАЕ.

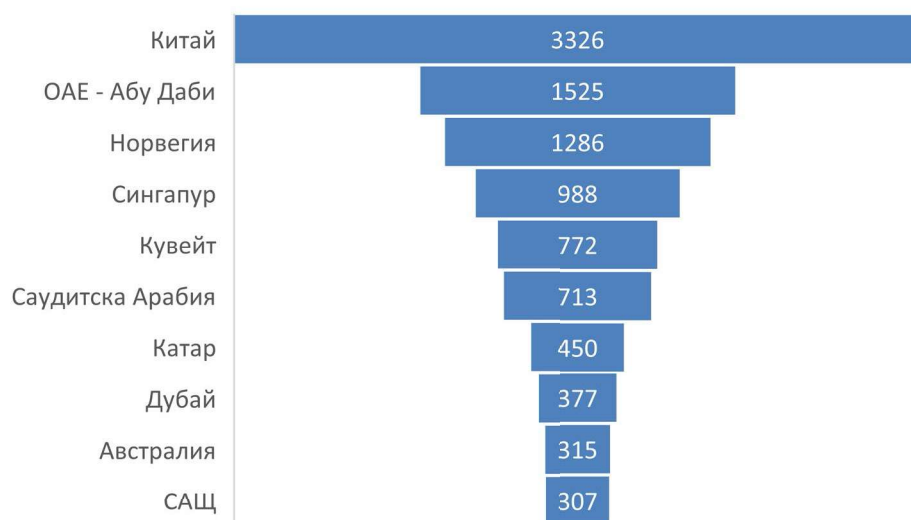
➤ *Резервни пенсионни фондове* – както подсказва наименованието им целта е да осигурят средства за покриване на недостига в бюджетите за социално осигуряване. Средствата се инвестират предимно в акции и други капиталобразуващи инструменти, за да компенсират нарастващите пенсионни разходи. Относителният дял на активите в портфейла е следният: 41% акции, 1% правителствени облигации, 16% други дългови книжа с фиксиран доход, 8% се поддържат в кеш за посрещане на текущи или извънредни разходи и 34% от средствата се насочват към други доходоносни инструменти.

➤ *Резервни инвестиционни фондове* – целта им е да намалят разходите по управлението на валутните резерви и/или да реализират по-висока възвращаемост от активите във фонда, докато все още се отчитат като резерви. Постигането на тези цели налага поемане на повече риск. Приблизителната структура на портфейла на резервните инвестиционни фондове е следната: 66% в акции, 19-20% в правителствени облигации, около 6% в неправителствени дългови книжа с фиксиран доход, 5-6% кеш и 2-3% в други инструменти. Такива фондове имат Сингапур, Китай и Южна Корея.

#### **4. Стратегическо разпределение на средствата за инвестиции на СФБ**

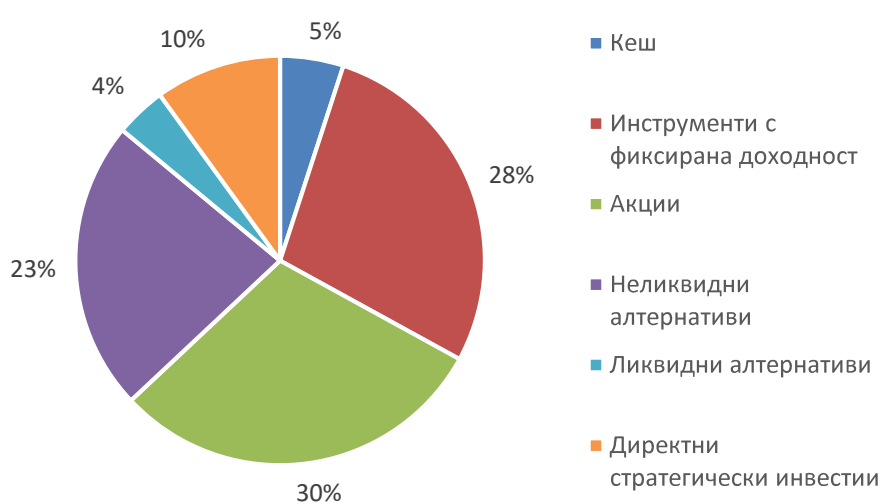
Както вече стана ясно СФБ са значим играч на световните финансови пазари. През последните две десетилетия те са обект на нарастващо внима-

ние, тъй като се наложиха като ключов участник в глобалния капиталов оборот. От фиг. 1 по-долу може да се добие представа за мащаба на тези структури както и за обема на управляваните от тях активи.



Фигура 1. Управлявани активи от 10-те най-големи СИФ към февруари 2023 г., в млрд. дол.  
Източник: Statista.com (2023)

Китай остава водещ в тази класация. Суверенните фондове на тази страна управляват активи надхвърлящи 3,3 трлн. дол., което е малко над два пъти повече от най-големия фонд в Близкия изток и близо три пъти по-голям от норвежкия суверенен фонд, смятан за най-капитализираната европейска структура.



Фигура 2. Управлявани активи от 10-те най-големи СИФ към февруари 2023 г., в млрд. дол.  
Източник: Statista.com (2023)

В стремежа си да намалят риска суверенните фондове диверсифицират активите си като разпределят по-голямата част към акции и ценни книжа с фиксирана доходност и останалата част от активите управляват чрез алтернативни инвестиционни ценни книжа и поддържане на кешова наличност. В частта на алтернативните вложения преобладаваща част се пада на неликвидните алтернативи и директните стратегически инвестиции, които освен икономическа изгода много често се обвързват и с политически ангажменти.

### **Заклучение**

СФБ са държавни инвестиционни фондове, обикновено финансирани от бюджетните излишъци, реализирани от приходите от продажбата на природните ресурси на страната и/или от чуждестранните валутни резерви. Целта на СФБ е да генерира годишна възвръщаемост на инвестициите чрез ефективно разпределение на активите. Получените от успешното управление на портфейла приходи се използват за финансиране на големи инфраструктурни проекти в местната икономика, създаване на допълнителни блага за обществото или се реинвестират, за да генерират допълнителна печалба. Въпросът дали стабилизационните фондове спомагат за изглаждане на правителствените разходи и дали държава с такъв инструмент има по-малко променлива фискална политика намира положителна емпирична подкрепа. Редица изследвания показват, че нестабилността на фискалната политика в страни със стабилизационни фондове е по-ниска в сравнение с тази в страни без такъв фонд, но не всички колебания може да се неутрализират, което показва, че тези фондове не са заместител на фискалната политика.

### **Използвани източници**

- Al-Hasan, Ab., M. Papaioannou, M. Skancke et al. (2013). *Sovereign wealth funds: aspects of governance structures and investment management*. IMF, WP 13/231.
- Bazonbandi, S. (2011). *Gulf sovereign wealth funds: A case study of Iran, Kuwait, Saudi Arabia and United Arab Emirates*. Routledge studies in Middle Eastern Economies. [Accessed 17/03/2020].
- International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008). *Sovereign wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices*, p. 3.
- Jory, S., M. Perry and Th. Hemphill. (2010). *The Role of sovereign wealth funds in global financial intermediation*. Wiley Online Library.
- Rozanov, A. (2005). *Who Holds the Wealth of Nations?* Central Banking Magazin. <https://www.centralbanking.com/central-banks/financial-stability/2072255/who-holds-the-wealth-of-nations> [Accessed 11/09/2023].
- [www.statista.com](http://www.statista.com)