

STATI

STÁTNÍ INVESTIČNÍ FONDY – VÝZNAMNÝ INSTITUČIONÁLNÍ INVESTOR GLOBÁLNÍCH FINANČNÍCH TRHŮ

Petr Sedláček*

Úvod

V rámci diskuse o otázkách volného pohybu kapitálu bylo v minulém období otevřeno i téma státních investičních fondů (dále v textu SIF)¹, které se staly významným institucionálním investorem a důležitým účastníkem mezinárodního měnového a finančního systému. SIF nejsou zcela novým jevem, řada z nich existuje již desetiletí. Teprve vysoké ceny ropy a ostatních komodit a přetrvávající velké globální nerovnováhy vyvolaly jejich rychlý růst.

SIF jsou státem zřizované a vlastněné investiční fondy, které byly ustaveny z různých ekonomických důvodů. Jsou obvykle financovány transfery státních aktiv, které jsou investovány dlouhodobě v zahraničí. To v řadě zemí vyvolalo obavy spojené s národní bezpečností a s nejistotou ohledně dopadu na finanční stabilitu. Aby se zabránilo možné vlně protekcionismu, mezinárodní komunita se shodla, že pouze koordinovaný přístup k SIF je cestou jak tyto obavy rozptýlit.

Článek se zaměřuje na vysvětlení příčin vzniku státních investičních fondů, na faktory jejich růstu a na jejich potenciální vliv na globální kapitálové trhy. Na závěr jsou uvedeny přístupy MMF, OECD a EU k regulaci tohoto státně tržního investora. Hlavním přínosem článku je systematické seznámení s tímto novým segmentem finančního trhu a autorův odhad růstu SIF.

I. Vznik státních investičních fondů

Státní investiční fondy existují již od 50. let, ale teprve v období 1990–2008 došlo k jejich velkému nárůstu, což bylo spojeno s akumulací značných devizových rezerv

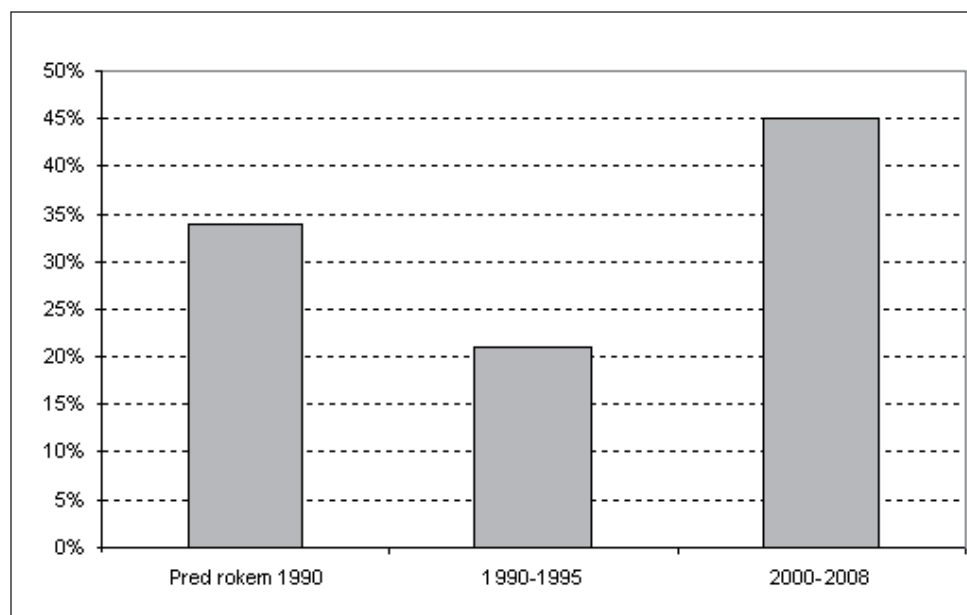
* Česká národní banka (petr.sedlacek@cnb.cz).

1 Sovereign Wealth Funds.

ze strany EME² a nárůstem počtu zemí, které vytvořily SIF ke zlepšení výnosu těchto devizových rezerv. Graf 1 demonstruje tento dynamický vývoj.

Graf 1

Časové rozložení vzniku 40 největších SIF (% podíl podle počtu založených SIF)



Pramen: IFSL Research, březen 2009, s. 3.

Akumulace devizových rezerv jako důležitý předpoklad vzniku SIF

Podle údajů COFER³ akumulace oficiálních devizových rezerv dramaticky vzrostla. V polovině r. 2008 dosáhly tyto rezervy již téměř 7 bilionů USD, z toho rozvíjející se ekonomiky a rozvojové země vlastnily společně 4,5 bilionů USD⁴. Před deseti lety činily globální rezervy necelé 2 biliony USD, z toho rozvojové země vlastnily necelý 1 bilion USD.

Při této prudké akumulaci došlo i k realokaci rezerv mezi vyspělými ekonomikami a EME. Nově vznikající tržní ekonomiky nyní spravují okolo dvou třetin světových devizových rezerv, zatímco na konci bretonwoodské éry v 70. letech disponovaly pouze okolo 30 %. Tento bezprecedentní vývoj byl výsledkem několika událostí.

2 Emerging Markets – nově vznikající tržní ekonomiky, též nazývané vynořující se ekonomiky nebo rozvíjející se ekonomiky. Název se zatím neustálil.

3 Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, IMF, 2009.

4 V dalších čtvrtletích začala držba oficiálních zahraničních rezerv mírně klesat, ale již ve II. čtvrtletí 2009 byl jejich růst opět obnoven.

Po finančních krizích v polovině 90. let řada asijských EME cítila potřebu se vlastními silami pojistit proti budoucím krizím. Země, které byly postiženy krizí, založily svůj růst na proexportní strategii za podpory podhodnoceného kursu. To jim umožnilo vytvořit silné přebytky běžného účtu. Z deficitů běžných účtů, které měly tyto země ještě v době asijské krize, se během 10 let vytvořily přebytky běžných účtů, které byly v roce 2007 odhadovány na 685 mld. USD⁵ (Beck, 2008).

Typickým představitelem tohoto vývoje je Čína, kde silný růst zpracovatelského průmyslu v důsledku vyšší produktivity práce převyšoval domácí výdaje, takže úspory rostly i přes razantní růst domácích investic. Promyšlená politika znemožnila, aby se tyto přebytky běžného účtu a kapitálový příliv automaticky srovnaly pomocí apreciacie kursu.⁶ Výsledkem bylo, že Čína akumulovala v rukou státu zahraniční rezervy okolo 1,2 bilionu USD. V ostatních státech východní Asie byl obdobný vývoj.

Druhou skupinu zemí, které akumulovaly značné rezervy, tvořily ekonomiky s bohatými přírodními zdroji. Rychlý růst cen komodit v posledních letech zvýšil příjmy zejména zemí exportujících ropu, kde státní sektor kontroluje export nebo výrazně zdaňuje důchody, které plynou soukromým exportérům.

Protistranou této akumulace rezerv byla skupina vyspělých zemí s velkými deficity běžných účtů, a to nejen v USA, ale i v řadě dalších zemí. Deficit běžného účtu USA se od roku 1992 každoročně zvyšoval až do roku 2006, kdy překročil 800 mld. USD, což činilo 6,2 % HDP. V roce 2008 se tento deficit v důsledku finanční krize snížil na 4,8 % HDP. Podle výpočtů švýcarské centrální banky americký deficit běžného účtu absorbuje v globálním měřítku okolo 60 % přebytků běžných účtů. Zbývající deficity jsou rozmístěny v některých zemích EU (30 %), v zemích střední a východní Evropy (8 %) a zbývající 2 % připadají na rozvojové země (Hildebrand, 2007).

SIF jako nástroj k řešení nadbytečných rezerv

Když rezervy převýší potřebnou úroveň, jejich vysoká akumulace se stává potenciálním rizikem. V ekonomice se začínají projevovat inflační tlaky, přeinvestování, vznikají bubliny aktiv, komplikuje se řízení měnové politiky a dochází ke špatné alokaci domácích bankovních půjček. To ohrožuje zdravý vývoj národních ekonomik.

Hlavním indikátorem pro posouzení adekvátnosti devizových rezerv je jejich poměr ke krátkodobému zahraničnímu dluhu. Tento indikátor, který je znám též jako Greenspan-Guidottiho pravidlo, odráží schopnost země obsluhovat existující vlastní krátkodobý dluh (do 1 roku) v případě, když se zhorší vnější podmínky financování.

Podle MMF činil v r. 2007 poměr průměrné míry devizových rezerv ke krátkodobému dluhu v EME 3,5. To vysoce překračovalo tradiční referenční hranici, která se

5 Toto číslo zahrnuje nově industrializované asijské ekonomiky – Newly Industrialized Asian Economies (NIC) – Korea, Tchaj-wan, Hongkong, Singapur. Při jejich vyloučení by odhadovaný přebytek činil 596 mld. USD (1,1%).

6 Odhady značného podhodnocení čínského kursu v letech 2000–2007 se pohybovaly v rozmezí od 20–60 %. Odstranění tohoto podhodnocení by snížilo čínský přebytek běžného účtu o 6–12 p.b. HDP nebo o 150–300 mld. USD (Matyko, Subramanian, 2008).

rovná poměru 1. Tabulka 1 tento indikátor demonstruje ve vybraných asijských EME a zemích exportujících ropu.

Tabulka 1

Nadbytečné devizové rezervy ve vybraných asijských EME a zemích exportujících ropu (v mld. USD)

	Rezervy	Krátkodobý zahraniční dluh	Nadbytečné rezervy
Čína	1559	231	1328
Rusko	420	53	367
Saúdská Arábie	276	22	254
Tchaj-wan	261	26	235
Korea	244	3	241
Indie	202	15	187
Brazílie	175	66	109
Alžírsko	99	0	99
Libye	79	1	78
Singapur	149	40	109
Celkově	3464	457	3007

Pramen: Beck, Fidora, 2008, s. 14, a výpočty autora.

Ale i podle dalších tradičních ukazatelů, například poměr devizových rezerv k dovozům, byly tyto rezervy nadměrné. Tento indikátor ukazuje počet měsíců, po které může daná země udržovat stávající úroveň dovozů v případě, kdyby se všechny externí finanční zdroje zastavily. Běžně se za dostatečnou úroveň považují tři měsíce. MMF v roce 2007 konstatoval, že EME svými rezervami pokrývaly devítiměsíční hodnotu dovozů, což je podle všech předpokladů též dostatečné.

O nadbytečné akumulaci devizových rezerv svědčí i skutečnost, že tyto rezervy převyšují krátkodobý zahraniční dluh i hodnotu 3měsíčních dovozů dohromady, jak ukazuje tabulka 2.

Vzhledem k nadměrně akumulovaným devizovým rezervám tyto země zpočátku investovaly své přebytečné rezervy do likvidních aktiv – krátkodobých státních pokladničních poukázek USA a cenných papírů vlád s rezervními měnami. Pak si však uvědomily, že by mohly získat vyšší výnos investováním do nemovitostí, zahraničních firem, ziskových podnikových dluhopisů či na akciových trzích. Státní investiční fondy se tak staly důležitým nástrojem k řešení těchto nadbytečných rezerv.

Tabulka 2**Nadbytečné devizové rezervy ve vybraných asijských EME a zemích exportujících ropu (v mld. USD)**

	Rezervy	3měsíční dovozy	Krátkodobý zahraniční dluh	Nadbytečné rezervy
Čína	1559	254	231	1074
Rusko	420	70	53	297
Saúdská Arábie	276	34	22	220
Tchaj-wan	261	67	26	168
Korea	244	109	3	132
Indie	202	72	15	115
Brazílie	175	37	66	72
Alžírsko	99	10	0	89
Libye	79	6	1	72
Singapur	149	85	40	24
Celkově	3464	744	457	2263

Pramen: Beck, Fidora, 2008, s. 14, a výpočty autora.

2. Vymezení a definice státních investičních fondů

Zatím neexistuje obecně přijímaná definice SIF.⁷ Mezinárodní měnový fond je definuje následujícím způsobem:

Státní investiční fondy jsou investiční fondy nebo uskupení majetku pro zvláštní účel⁸, vlastněné vládou. Jsou vytvořeny pro makroekonomické účely. SIF drží, spravují nebo administrují aktiva pro dosažení finančních cílů a využívají řadu investičních strategií, které zahrnují investice do zahraničních finančních aktiv. SIF jsou obvykle zřízeny z přebytků platební bilance, operací s oficiálními zahraničními měnami, výnosů z privatizace, fiskálních přebytků a příjmů, které jsou výsledkem exportu surovin.

Podle účelu lze rozdělit SIF do 5 skupin:

1. Stabilizační fondy – *stabilization funds* (např. Rusko, Chile, Mexiko), kde

7 OECD: SIF jsou vládou vlastněné investiční subjekty, které jsou financovány devizovými aktivy; US Treasury: SIF jsou vládní investiční subjekty, které jsou financovány devizovými aktivy a které spravují tato aktiva odděleně od oficiálních rezerv měnových autorit; McKinsey Global Institute: SIF jsou obvykle financovány z rezerv centrálních bank a mají za cíl maximalizovat finanční výnos v rámci určitého rizika; Morgan Stanley: SIF musí mít 5 charakteristik: být vlastněny vládou, investovat do zahraničních aktiv (vyloučeny investice do domácích aktiv), nevlastní explicitní pasíva, mají vysokou toleranci rizika a dlouhodobý investiční horizont; Deutsche Bank: SIF jsou finanční subjekty vlastněné státem, které drží a spravují veřejné fondy a investují je do širšího okruhu různých aktiv. Jejich zdroje většinou pocházejí z přebytečné likvidity ve veřejném sektoru, nebo z oficiálních rezerv centrálních bank.

8 MMF používá výraz uskupení majetku pro zvláštní účel (arrangement) jako alternativu k výrazu fondy, což mu umožňuje pružnou interpretaci právního uspořádání, s jehož pomocí jsou aktiva investována. SIF se liší podle okolností právě institucionálním uspořádáním.

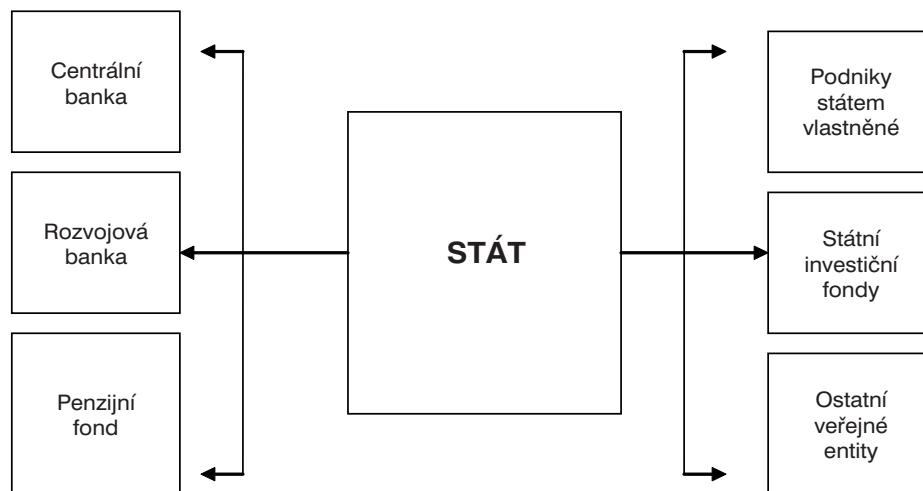
je primárním cílem ochrana rozpočtu a ekonomiky proti cenovým pohybům komodit.

2. Spořicí fondy – *savings funds* (např. Libye, Kuvajt), které mají za cíl přeměnit pro budoucí generace neobnovitelná aktiva do diversifikovaných portfolií aktiv, aby se naplnila penzijní pasiva veřejného sektoru a zmírnily možné dopady „holandské nemoci“.⁹
3. Společnosti investující rezervy – *reserve investment corporations* (např. Korea, singapurský GIC), jejichž aktiva nebo jimi spravovaná aktiva jsou do určité míry stále zahrnována jako rezervní aktiva¹⁰ a které jsou ustaveny ke zvýšení výnosů těchto rezerv.
4. Rozvojové fondy – *development funds*, které pomáhají financovat sociálně-ekonomické projekty nebo podporují průmyslovou politiku, která je zaměřena na zvýšení růstu potenciálního produktu.
5. Rezervní penzijní fondy – *contingent pension reserve funds*, které jsou použitelné pouze na nespécifikované penzijní závazky vlády (IMF, February 2008).

I když se SIF, kterých je více než 50, označují jednotným názvem, jsou mezi nimi velké rozdíly, co se týče účelu, velikosti, zdrojů financování, transparentnosti a alokace aktiv.

Obrázek 1

Postavení SIF v rámci státních institucí



Pramen: Kern, 22. 10. 2008, s. 2.

9 Holandská nemoc se týká situace, kdy expanze v sektoru komodit může vést ke ztrátě konkurenceschopnosti v ostatních sektorech ekonomiky.

10 Rezervní aktiva se skládají z těch zahraničních aktiv, která jsou snadno k dispozici a jsou kontrolovány měnovými autoritami pro přímé financování platebních nerovnováh, k intervencím na devizovém trhu k ovlivnění kursu a k dalším účelům.

Státní investiční fondy jsou pouze jedním z kanálů, jejichž prostřednictvím vláda rozmisťuje svá finanční aktiva. S těmito ostatními státními investičními subjekty sice sdílí řadu společných charakteristik – například SIF a suverénní fondy,¹¹ avšak jejich financování, činnost a cíle se liší. SIF jsou tak komplementární k ostatním státním entitám.

Velikost státních investičních fondů

Odhady velikosti státních investičních fondů se liší, což je způsobeno zejména jejich nejednotným vymezením a omezenými informacemi, které o nich jsou veřejně k dispozici. IMF (2008) odhaduje jejich velikost na 2–3 biliony USD. Soukromí analytici se v odhadech různí: Ziemba (2008) odhaduje výši aktiv SIF na konci r. 2007 okolo 2 bilionů USD, Lyons (2007) a Jen (2007) na 2,2 až 2,5 bilionů USD, Truman (2008) na 3 biliony USD.

Tabulka 3

Tržní odhady aktiv ve správě SIF (v mld. USD)

	Země	Jméno	Rok	Velikost v mld. USD, r. 2007
Země exportující ropu a zemní plyn	Spojené arabské emiráty	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	1976	250–875
	Norsko	Government Pension Fund-Global	1996	380
	Saúdská Arábie	Jméno není určeno Saudi Arabia Monetary Authority (SAMA) ¹²		289
	Kuvajt	Reserved Fund for Future Generation / Government Reserve Fund	1953	213
	Rusko	Reserve Fund National Welfare Fund	2003	125 32
	Libye	Libyan Investment Corporation	2007	50
	Katar	State Reserve Fund /Stabilization Fund	2005	30–50
	Alžírsko	Reserve Fund/Revenue Regulation Fund	2000	43
	USA (stát Aljaška)	Alaska Permanent Reserve Fund	1976	40
	Brunej	Brunei Investment Authority	1983	30
	Kazachstán	National Fund	2000	21
	Malajsie	Khazanah Nasional BHD	1993	19

11 Sovereign Funds: Sovereign and public pension reserve funds – reprezentují investiční subjekty financované aktivy, které vláda dala stranou k uspokojení budoucích povinností vůči svým občanům; Government development funds – alokují zdroje pro financování socio-ekonomických projektů, jako infrastruktura; Government owned enterprises – jsou společnosti, nad nimiž stát vykonává kontrolu. Tyto společnosti mohou samy provádět zahraniční investice.

12 Někteří autoři uvádějí též název SAMA.

	Země	Jméno	Rok	Velikost v mld. USD, r. 2007
Země exportující ropu a zemní plyn	Kanada	Alberta Heritage Savings Trust Fund	1976	16
	Nigérie	Excess Crude Account		11
	Írán	Oil Stabilization Fund	2000	9
	Ázerbájdžán	State Oil Fund	1999	2,5
	Oman	State General Reserve Fund	1980	2
	Východní Timor	Petroleum Fund of Timor – Leste	2005	1,4
	Venezuela	FIEM – Macroeconomic Stabilization Fund	2005	0,8
	Trinidad a Tobago	Revenue Stabilization Fund	2007	0,5
Asijské exportéry	Singapur	Government Investment Corporation (GIC)	1981	100–330
	Čína	China Investment Co.	2007	200
	Singapur	Temasek Holdings	1974	108
	Jižní Korea	Korea Investment Corporation	2006	30
	Tchaj-wan	National Stabilization Fund	2000	15
Ostatní země	Austrálie	Australian Future Fund	2004	54
	Chile	Economic and Social Stabilization Fund Pension Reserve Fund	2006	14,9 1,5
	Botswana	Pula Fund	1993	4,7
	Kiribati	Revenue Equalization Fund	1956	0,4
Celkem				2093–2968

Pramen: IMF, 29. 2. 2008, s. 7.

Spravovaná aktiva státních investičních fondů jsou značně koncentrována. Pět největších státních investičních fondů spravuje okolo 70 % celkových aktiv. Přes polovinu těchto aktiv je v rukou zemí, které exportují ropu a zemní plyn. Ale toto rozdělení mezi komoditními a nekomoditními fondy se časem mění. V důsledku rychlého růstu asijských SIF klesl podíl komoditních fondů během posledního desetiletí na celkových aktivech SIF z 87 % na 65 %. Lze očekávat, že podíl nekomoditních fondů na celkových aktivech SIF, který činil 37 % v r. 2007, dosáhne v roce 2015 až 50 %.

Relativní velikost SIF

Jsou 3 biliony USD, které spravují státní investiční fondy, hodně peněz? To záleží na tom, s čím je budeme porovnávat. Celková aktiva spravovaná SIF jsou relativně malá ve srovnání s více než 50 biliony USD spravovanými soukromými manažery i ve srovnání s celkovými globálními finančními aktivy, která jsou odhadována na 190 biliónů USD (IMF, August 2008).

Tabulka 4**Vybrané ukazatele velikosti kapitálového trhu v roce 2006 (v bil. USD)**

Region	HDP	Tržní kapitalizace	Dluhové cenné papíry	Bankovní aktiva	Obligace, equity a bankovní aktiva
Svět	48,2	50,8	68,7	70,9	190,4

Pramen: IMF, říjen 2008, s. 139.

Největší SIF nyní spravují portfolia, která se řádově rovnají největším soukromým investičním společnostem a jsou větší nežli hedgeové fondy. V budoucnosti by mohl jejich význam ještě vzrůst.

To, co je pro trhy proto důležité, není dnešní absolutní velikost těchto fondů, ale právě jejich růstový potenciál.

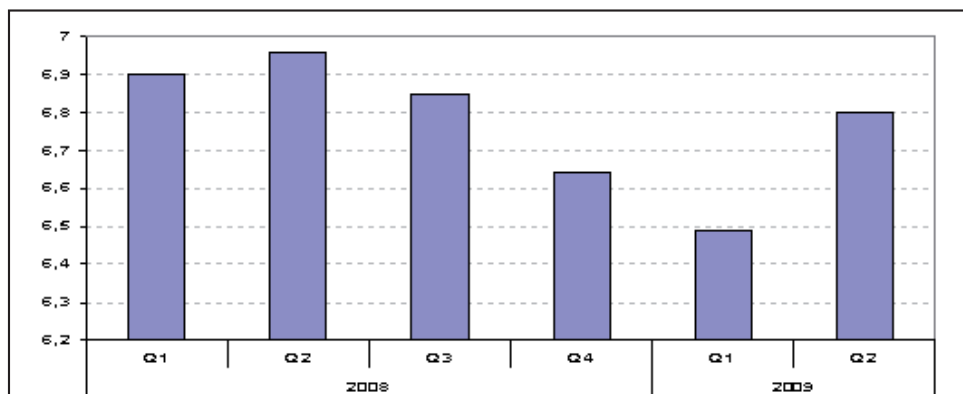
Růstový potenciál SIF

Odhady růstu se mezi analytiky liší, protože ne všechny fondy poskytují dostatek relevantních informací. Navíc tyto odhady jsou založeny na odhadech faktorů, s nimiž je vždy spojena velká nejistota – ceny ropy, devizová politika relevantních zemí, dynamika běžného účtu USA a jejich hlavních obchodních partnerů v Asii, alokace nových rezerv, ustavení nových SIF a výnosy.

Podle prognózy MMF (IMF, 2008) by mohly zahraniční aktiva SIF dosáhnout do roku 2013 až 6–10 biliónů USD. Ostatní zdroje též odhadují rychlý růst během příštích 5–10 let. Jen (2007) předpokládá nárůst aktiv SIF do roku 2015 na 12 biliónů USD; Lyons (2007) 13 biliónů USD do roku 2017; Kozack (2008) 7–11 biliónů USD v roce 2013.

SIF jistě porostou dále, ale prognózy růstu mohou být přehnané. K tomuto závěru došel např. IFSL Research (2009), který vidí úroveň aktiv spravovaných SIF v r. 2015 ve výši 8 mld. USD. Výpočty analytiků JP Morgan Fernandez, Eschweilera (2008), které jsou založeny na komplexním posouzení všech výše uvedených faktorů s ohledem na probíhající finanční krizi, ukazují, že během 5 let by SIF mohly dosáhnout 6–7 biliónů USD.

Autor článku odhad růstu státních investičních fondů založil na růstu oficiálních devizových rezerv a výnosové míře. Průměrná míra růstu devizových rezerv za posledních 20 let činila 11 %. Předpokládá, že po odeznění krize bude opět nastaveno průměrné tempo tohoto růstu. Podle posledních údajů COFER oficiální devizové rezervy rostly až do II. čtvrtletí 2008, následný pokles způsobený finanční krizí byl překvapivě zakončen již ve II. čtvrtletí 2009, kdy opět nastal růst – viz graf 2.

Graf 2**Vývoj oficiálních devizových rezerv v roce 2008 a 2009 (v mld. USD)**

Pramen: COFER, IMF, říjen 2009.

Mezičtvrtletní průměrná míra růstu činila v období 2008 a 2009 (IQ a IIQ) -0,25 %, meziroční průměr činil -4,13.

K odhadu výnosů jsou využity docilované průměrné nominální výnosy singapurského GIC po celou dobu jeho existence, které činily 5 %. K odhadu nominálního výnosu v průběhu krize byly využity údaje o výnosech Australského fondu budoucnosti, který činil v roce 2008 1,56 %, a docilované výnosy některých dalších fondů, které též oscilovaly okolo této výše. Tento výnos je přibližně 100 p.b. nad úrokem SDR¹³, který s určitou mírou zjednodušení lze považovat s ohledem na složení koše, ze kterého se SDR úrok vypočítává, za referenční výnosové měřítko centrálních bank. Do kalkulace jsou též zahrnuty nové fondy, které zveřejnily svoje ustavení v roce 2009 i s výší svých aktiv. Na základě těchto předpokladů by se mohla velikost SIF v roce 2013 pohybovat v rozmezí 3,9 – 5,4 bilionů USD.

I když se zřejmě takovéto lineární odhady nemusí naplnit, je přesto hlavní trendové směřování neoddiskutovatelné, zejména po odeznění krize.

3. Přínos státních investičních fondů

Růst státních aktiv proměňuje oficiální sektor ve významnou skupinu investorů. Velké akumulované přebytky rezerv a kapitálové přílivy vyvolaly diskusi o dopadech těchto státních investičních fondů.

Pro země, které státní investiční fondy zřídily, jsou důležitým ekonomickým a finančním přínosem. Usnadňují úspory, mezigenerační transfery výnosů z příjmů

13 Úroková míra SDR se rovná váženému průměru z výnosu vybraných krátkodobých cenných papírů ve čtyřech zemích, jejichž měny jsou obsaženy v koši SDR – tříměsíční americké vládní dluhopisy, tříměsíční sazby Euro, třináctidenní sazby japonských vládních dluhopisů a tříměsíční vládní cenné papíry. Váhy jsou ekvivalentní vahám měn obsaženým v koši SDR.

z neobnovitelných zdrojů a pomáhají snižovat hospodářské výkyvy vyvolávané změnami cen exportních komodit. Umožňují též aktivnější správu svých přebytných rezerv s cílem vyššího zisku, než dosahují centrální banky tradičním řízením rezerv.

V dosavadní historii byly SIF z hlediska mezinárodních finančních trhů zdrojem stability. Aktivita SIF jsou zhruba konzistentní s aktivitami investorů, jejichž motivem je zisk. Alokace jejich portfolia odráží jejich dlouhodobý investiční horizont s cílem dosažení zisku. Progresivní diversifikace jejich portfolií do alternativních aktiv je zaměřena pouze na posílení jejich investiční výkonnosti.

Tabulka 5

Investice SIF (2007–2008) v mld. USD

SIF	Investováno ve společnosti	mld. USD
GIC (Singapur)	UBC	9,8
Abu Dhabi Investment Council	Citigroup	7,6
GIC (Singapur)	Citigroup	6,9
Investment Corporation of Dubai	MGM Mirage	5,1
China Investment Company	Morgan Stanley	5,0
Temasek (Singapur)	Merrill Lynch	5,0
Qatar Investment Authority	Barclays	4,0
Qatar Investment Authority	Sainsbury	3,7
KIA (Kuvajt)	Merrill Lynch	3,4
China Development Bank	Barclays	3,0
China Investment Company	Blackstone	3,0
Investment Corporation od Dubai	London Stock Exchange	3,0
Temasek (Singapur)	China Eastern Air	2,8
SAFE (Čína)	Total	2,8
SAFE (Čína)	British Petroleum	2,0
KIA (Korea)	Merrill Lynch	2,0
Temasek (Singapur)	Barclays	2,0
Qatar Investment Authority	London Stock Exchange	2,0
Temasek	Standard Chartered	2,0
nezveřejněný investor ze Středního Východu	UBS	1,8
Ostatní	Ostatní	19,7
Celkově		96,5

Pramen: ECB, JP Morgan Research, MMF.

SIF tak mohou usnadnit lepší a efektivnější alokaci příjmů z přebytků obchodní bilance a posílit likviditu trhu. Tyto fondy nesledují krátkodobý, ale dlouhodobý zisk. To znamená, že se nezabývají svých podílů při prvním nepříznivém tržním vývoji, jako

to činí vlastníci spekulativního kapitálu. Tím fakticky napomáhají finanční stabilitě. Vzhledem k tomu, že nemají vůbec, nebo mají pouze velmi omezené množství explicitních pasív,¹⁴ mohou realizovat dlouhodobé investiční strategie.

To potvrzuje i zájem Světové banky, která vidí ve státních investičních fondech spolehlivého potenciálního partnera, kterého by chtěla získat, aby jejím prostřednictvím též investoval ze svých aktiv 1 % (cca 30 mld. USD) v Africe, čímž by se posílil růst a vývoj tohoto kontinentu. Pro SIF bude výhodou, že si budou moci zařadit do svých portfolií novou třídu aktiv, což jim umožní zvýšit diversifikaci portfolia a přitom využít know-how Světové banky.¹⁵

Během finančních turbulencí se mimořádně zvýšil profil SIF, které vložily své prostředky a posílily kapitál systémově důležitým bankám. Od roku 2007 ze 48 hlavních investic v celkové hodnotě 96 mld. USD obdržely finanční instituce více než 50 mld. USD.

Avšak po vypuknutí krize na americkém trhu rizikových úvěrů zejména asijské státní investiční fondy zaznamenaly významné ztráty a staly se velice obezřetnými při investování do cenných papírů finančního sektoru. V první polovině roku 2008 poklesly investice SIF do finančních institucí na 24 mld. USD (oproti 43 mld. USD v posledním čtvrtletí 2007).

Tento pokles potvrdila i Zpráva o globální finanční stabilitě (IMF, August 2008). Zatímco ve druhé polovině 2007 okolo 88 % nového kapitálu do bank bylo investováno ze strany institucionálních investorů a státních investičních fondů,¹⁶ v roce 2008 se profil investorů změnil. Od ledna 2008 do července 2008 se na investicích do bank podíleli veřejní investoři z 69 %, SIF pouze 7 % a ostatní institucionální investoři 24 %.

4. Strategické zaměření investic státních investičních fondů a obavy s tím spojené

I přes pozitivní dopad státních investičních fondů na kapitálové trhy, což se potvrdilo v počátcích současné finanční krize, a neoddiskutovatelný přínos pro mateřské ekonomiky veřejná diskuse prezentuje i obavy z jejich aktivit. Důvody jsou pro to různé.

Od 80. let jsme svědky dlouhodobého trendu posilování úlohy svobodného trhu, který významně přispěl k prosperitě světové ekonomiky. Historicky měl kapitál tendenci plynout z vyspělých ekonomik do periferních oblastí, ale v poslední době jsou na vzestupu globální kapitálové toky z periferie do největších vyspělých ekonomik a my jsme svědkem překvapivě nové varianty Lucasova paradoxu (Lucas, 1990). SIF v tomto obratu hrají potenciálně významnou roli. V tomto kontextu jsou státem vlastněné zahraniční investice ve vyspělých ekonomikách považovány za hrozbu svobodnému tržnímu hospodaření.

14 Nedostatek explicitních pasív není nutnou podmínkou, aby měly finanční instituce dlouhodobý investiční horizont. Například tradiční banky často transformují krátkodobá pasíva do dlouhodobých aktiv. Přesto z hlediska rozvahy, nízký stupeň krátkodobých pasív je příznivý pro sledování dlouhodobých strategií.

15 Investice by se prováděly prostřednictvím *International Finance Corporation (IFC)* ze skupiny Světové banky.

16 SIF 60 %, ostatní institucionální investoři 28 %, veřejní investoři 12 %.

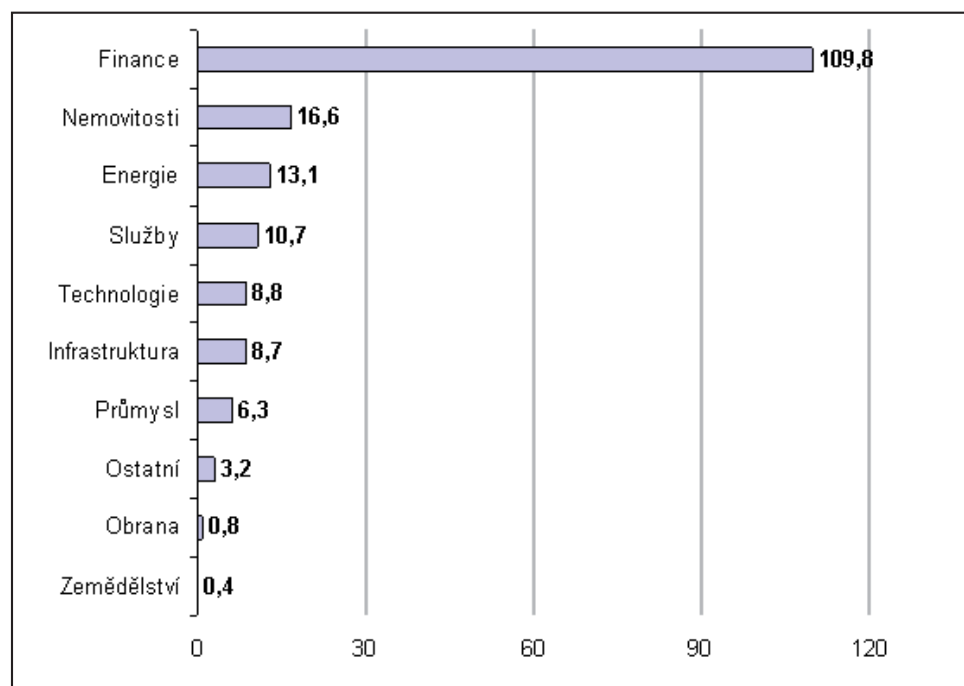
Jedním ze základních předpokladů otevřených globálních kapitálových trhů je idea volného pohybu kapitálu, zaručující optimální alokaci investic. Skutečnost, že velké a státem kontrolované investiční společnosti investují v soukromých společnostech třetích zemí, vyvolává pochybnosti o optimální alokaci kapitálu a o motivaci, která za těmito investicemi je. SIF nemusí investovat pouze na základě komerčních úvah maximalizujících zisk, ale i sledovat zahraničněpolitické zájmy. To vyvolává otázky spojené s národní bezpečností – kontrola nebo přístup zahraniční vlády k vojenským či strategickým technologiím.

Někteří se též obávají, že SIF by mohly snižovat efektivnost správy a řízení ve společnostech, do kterých investovaly. I když to není nic nového, státní vlastnictví k tomu ještě přidává další dimenzi. Obava je spojena s názorem, že by SIF mohly mít příliš velký vliv nad strategickým zaměřením firem, do kterých investují. Ale většina realističtějších názorů upozorňuje, že SIF jsou velmi pasivní a práva hlasovat většinou nevyužívají.

Další obava je spojována s potenciálními nefér výhodami na trzích, jestliže budou finanční závazky SIF garantovány vládou, nebo jestliže se bude všeobecně předpokládat, že to tak je.

Graf 3

Investice SIF podle sektorů v období 1995–2008 (mld. USD)



Pramen: Kern, 2008, s. 7.

Podívejme se na SIF z hlediska jejich investiční strategie. Graf 3 ukazuje strategické zaměření investice SIF v letech 1995 – červenec 2008 na základě analýzy Deutsche Bank.

Podle údajů Deutsche Bank nejaktivnější regionální skupinou SIF, která se na těchto investičních transakcích podílela, byly asijské ekonomiky s 66 %, které v letech 1995 a 2008 (červenec) uskutečnily transakce v hodnotě 178 mld. USD. Druhou největší skupinou byly státy Středního a Blízkého východu (většinou země exportující ropu) s 34 %. Ostatní regiony hrály marginální roli.

Hlavním cílovým regionem byly společnosti v **Severní Americe** s 37 % a v **Evropě** s 32 %. Tato velká koncentrace odráží jednak skutečnost, že tradičně tyto kapitálové trhy nabízejí nejširší nabídku nástrojů s vysokou úrovní likvidity, které jsou schopny absorbovat velké objemy institucionálních investorů. Pochopitelně zde hrály roli i úroveň výnosů a diversifikace portfolia. Velká část těchto transakcí byla uskutečněna do finančních institucí v souvislosti s finanční krizí.

Investice SIF do **Evropské unie** pocházejí ze Středního východu (52 %) a z Asie (48 %). Tyto investice byly diversifikovány do sektoru služeb, maloobchodu, průmyslu, komodit, energetiky, nemovitostí a stavebnictví. Velká část šla též do finančního sektoru.

Největší podíl investic z EU měla **Velká Británie**. Dvě třetiny byly vloženy do finančního sektoru (cca 16 mld. USD). Zbýlá část, především od investorů z Dubaje, byla umístěna do společnosti vyrábějící vozy, do výroby hliníku Almatu a do Deutsche Bank. Ostatní transakce do nemovitostí a chemického průmyslu byly marginální.

Dominantním sektorem v relaci **USA** se staly investice do finančního sektoru ve výši 60 mld. USD, dalšími oblastmi zájmu byly nemovitosti a ostatní sektory, ale s velkým odstupem.

Asijský region byl cílem 28 % investic (z toho 83 % z asijských SIF), přičemž tyto investice byly zejména zaměřeny do oblasti komodit a energetiky, technologií, infrastruktury a dopravy.

SIF investice do Asie se rozprostírají do celého regionu. Čína je hlavní oblastí, do které přiteklo 10 mld. USD, poměrně velkou část, 4 mld. USD, obdržely též Hongkong, Malajsie, Singapur, Tchaj-wan, Thajsko a Indonésie. Hlavním cílem se staly sektory finanční, komodit, infrastruktury, nemovitostí. Velké fondy z Asie mají též zájem o energetické komodity, ale zatím se zrealizovalo jen velmi málo investic.

Obecně lze též konstatovat, že producenti ropy projevili menší zájem investovat do energetiky, i když některé emiráty z **Perského zálivu** investují v ostatních částech světa do průzkumu nových nalezišť a rafinérií, ale větší zájem mají o drahé kovy a některé vybrané *soft commodities*.

Určité obavy byly spojeny s nabýváním rozhodujících podílů státními investičními fondy ve **strategicky důležitých společnostech**. Tyto obavy se však nenaplnily. I když malý počet SIF drží významné podíly v některých společnostech, SIF investují pasivně a svoje akcie mají velmi diversifikované. Některé SIF mají dokonce zakázáno nabývat strategické podíly (např. New Zealand Superannuation Fund, Australian Future Fund). Doposud však neexistují důkazy, že by investiční rozhodování SIF

bylo motivováno úzkými politickými zájmy. Navíc vlády přímo neintervenují při individuálním investičním rozhodování těchto fondů.

SIF navíc často investují prostřednictvím externího manažera, což vytváří nezávislý vztah mezi nimi a institucí, do které bylo investováno. Odhaduje se, že celkově by SIF mohly v příštích dvou letech realizovat svoje investice přes externího manažera ve výši 150 mld. USD a v dalším desetiletí každoročně dalších 200 mld. USD (Jen, leden 2008).

Ve velmi citlivé oblasti **sektoru obrany** zahraniční státní investice hrály nevýznamnou roli. Deutsche Bank zaznamenala pouze jednu transakci, a to 3,12% podíl Dubai International Capital do EADS (se sídlem v EU),¹⁷ která se uskutečnila v roce 2007. Nákup podílu v British Petroleum a Total ze strany Číny (čínský State Administration of Foreign Exchange) byl též považován za velmi citlivý.

Řada strategicky citlivých investic se neuskutečnila, ale projevený zájem stačil vyvolat velké politické diskuse v USA a EU. Například zájem emirátu z Perského zálivu o podíl na Londýnské burze nebo o Nasdaq Stock Exchange, neúspěšná snaha Čínské zahraniční ropné společnosti (CNOOC) koupit americkou energetickou firmu UNOCAL a nabídka Dubai Ports k odkupu firmy spravující významné americké přístavy.

Obavy jsou též spojeny s potenciálním růstem SIF a jejich možným rizikem pro **finanční stabilitu**. Tyto úvahy jsou založeny na představě, jaký dopad na finanční trhy by měly velké státní investiční fondy, kdyby zásadním způsobem změnily svoji alokaci aktiv.

Například řada EME dnes uvažuje, že bude snižovat držbu dolarů. **MMF** (29. 2. 2008) vzal proto v úvahu tento předpoklad s tím, že by SIF investovaly více v souladu s globálními akciovými indexy.¹⁸ To by podle Fondu vyvolalo pokles kapitálových toků na americké trhy a mohlo způsobit nárůst reálného úrokového diferenciálu a deprecii dolaru. Ve zbytku světa by vedly vyšší kapitálové přílivy k nižším reálným úrokovým sazbám, více zhodnoceným měnám (vyjádřených reálným efektivním kursem) a k vyšší domácí poptávce.

Naproti tomu analytici **JP Morgan** Eschweiler, Fernandez (2008) došli k závěru, že SIF nebudou mít významný negativní dopad na finanční trhy. Vycházejí z toho, že i kdyby se aktiva SIF ztrojnásobila či zečtyřnásobila během příštích 5–10 let, zůstanou relativně malá ve srovnání s globálním světovým finančním trhem, protože tvoří pouze 3–4 % globálních finančních aktiv. Navíc, i když SIF mají právo přijímat větší riziko a cílovat vyšší výnosy než centrální banky, zůstávají institucemi veřejného sektoru a jistě se nepoženou do spekulativního obchodování využíváním rozsáhlé zadluženosti jako hedgeové fondy nebo private equity fondy. Budou se proto s největší pravděpodobností chovat více jako velcí institucionální manažeři, kteří mají dlouhodobý horizont a široce diversifikované investiční portfolio.

Očekávají, že největší růst a dopad alokace aktiv SIF by se pravděpodobně projevil v alternativních investicích. Některé SIF již mají vysokou expozici do alternativních

¹⁷ European Aeronautic and Defence and Space Company EADS N.V.

¹⁸ Global equity indices – často se bude jednat o pasivní nákupy akcií, které tvoří tyto indexy.

investic,¹⁹ zejména *private equity*,²⁰ a další se k tomu zřejmě připojí, což pravděpodobně učiní tento alternativní trh pro SIF nejvíce růstový. SIF v současné době mají přibližně 270–340 mld. USD v alternativních nástrojích. To tvoří okolo 6,8 % až 7,5 % z celkových alternativních nástrojů. Z toho je přinejmenším polovina *private equity*.

V závislosti, do jaké míry SIF zvýší svoje investice do těchto alternativních nástrojů, jakož i na růstu aktiv SIF a růstu sektoru s těmito alternativními nástroji, podíl SIF na celkovém trhu alternativních nástrojů vzroste do konce roku 2012 nejméně na 10 % a možná až na 17 %.

Tyto úvahy však podléhají velké nejistotě. I když tyto obavy nelze asi zcela vyloučit, tato rizika nejsou spojená výlučně s aktivitami SIF. Daleko větším nebezpečím pro fungování trhů by bylo eventuální přijímání protekcionistických opatření proti těmto aktivitám.

5. Multilaterální přístup k řešení problematiky SIF

Proto činnost SIF vyvolala zvýšenou aktivitu nejen v jednotlivých zemích, ale též na straně multilaterálních organizací i různých sdružení, aby se odvrátila protekcionistická hrozba. Protože se jedná o globální otázky, mezinárodní komunita je ve shodě, že pouze národní přístupy by vedly k zesílené vlně protekcionismu. Problematické SIF se proto začaly věnovat Mezinárodní měnový fond a OECD, aby se podařilo udržet globální finanční systém a svobodné toky kapitálu a investic.

MMF spolu se zástupci státních investičních fondů vytvořil mezinárodní pracovní skupinu, která vypracovala dobrovolný kodex chování SIF pod názvem „Všeobecně uznávané principy a praktiky“ (dále v textu GAPP²¹), jejichž cílem je zajistit, aby byla správa a řízení SIF transparentní a přijímající země měly jistotu, že investice budou realizovány na komerčním základě a ne z politicko-strategických motivů. GAPP zahrnují i princip respektování požadavků v oblasti regulace a dohledu zemí, ve kterých budou SIF investovat.

Komplementární aktivita OECD se zabývá státními investičními fondy z hlediska přístupu přijímajících zemí. Zaměřuje se na vymezení takových postupů, které vycházejí ze zásad nediskriminace, transparentnosti, předvídatelnosti a odpovědnosti.

19 Alternativní investice – *private equity*, hedge fondy, nemovitosti, fyzické komodity.

20 Pojem *private equity* se řadí mezi tzv. alternativní investice, které zahrnují řadu investičních technik, strategií a skupin aktiv doplňujících tradiční akciová a dluhopisová portfolia. Pojem *private equity* znamená střednědobé až dlouhodobé financování poskytované za získání podílu na základním kapitálu podniků, jejichž akcie nejsou obchodovány na burze a které mají potenciál pro tvorbu hodnoty v budoucnu. Zatímco v některých případech se pod tímto pojmem skrývají pouze transakce související s odkupem firem firemním nebo externím managementem (tyto aktivity jsou označovány jako *buy-out*, resp. *buy-in*), v jiných případech se pro všechny fáze investování používá pojem *Ventura kapitál*, který je ekvivalentem *private equity*. Naopak v USA se pojem *Ventura kapitál* používá pouze pro investice do začínajících a expandujících podniků. (www.pentainvestments.com/cz/private-equity).

21 Generally Accepted Principles and Practices.

Pozornost se soustředí na nejlepší praktiky přijímajících zemí, které mají zabezpečit volný tok přímých zahraničních investic, ale současně zohlednit obavy o národní bezpečnost. Rada OECD na úrovni ministrů přijala dne 5. června 2008 Deklaraci OECD ke státním investičním fondům a politikám přijímajících zemí. Deklarace stanovuje principy, které jsou konzistentní se závazky, vyplývajícími z dosavadních investičních zásad OECD:

- Přijímající země by neměly vytvářet protekcionistické překážky zahraničním investicím.
- Přijímající země by neměly při srovnatelných okolnostech diskriminovat mezi investory. Jakákoliv dodatečná omezení investic by měla být v přijímajících zemích zvažována pouze tehdy, pokud obecné přístupy aplikované stejně na domácí a zahraniční investory nepostačují pro zabezpečení legitimních zájmů v oblasti národní bezpečnosti.
- Tam, kde se takové zájmy objeví, měla by být ochrana před investicemi v přijímajících zemích:
 - transparentní a předvídatelná;
 - přiměřená jasně identifikovaným rizikům pro národní bezpečnost;²²
 - přezkoumatelná při aplikaci.

Do diskuse o řešení problémů, které by mohly vzniknout v důsledku působení SIF, se zapojila i EU, která doporučuje zavedení společného přístupu k SIF. Cílem je vytvořit předvídatelné a spolehlivé právní prostředí, při zachování svobodného toku investic a otevřených kapitálových trhů.

Evropská unie specifikovala svůj přístup k SIF pod názvem Společný evropský přístup ke státním investičním fondům, který byl představen na zasedání rady ECOFIN v březnu 2008, kde byl podpořen společný evropský přístup, dále potřeba řešení problematiky na mezinárodní úrovni a příprava Dobrovolného kodexu chování pro SIF.

Souhlas s potřebou zaujmout společný evropský přístup k SIF byl potvrzen na jarní Evropské radě ve dnech 13. – 14. 3. 2008. Tento společný přístup by měl být založen na pěti zásadách:

- Otevřené investiční prostředí.
- Podpora mnohostranného zapojení na úrovni mezinárodních organizací, jako jsou MMF a OECD.
- Použití nutných národních nástrojů v případě potřeby.

22 Investiční pravidla OECD uznávají právo zemí přijmout opatření k ochraně národní bezpečnosti. Investice SIF mohou vyvolat obavy, zda jejich cíle jsou komerční či jsou motivovány politicko-obrannými či zahraničněpolitickými úmysly. OECD ve svém projektu souhlasí, že přijímající země by měla aplikovat klauzuli národní bezpečnosti z *OECD Investment Instruments* s obezřetností a omezeně. Při aplikaci opatření k národní bezpečnosti by měly být dodržovány klíčové zásady jako transparentnost a předvídatelnost, proporrčnost a odpovědnost. Tyto principy by měly být aplikovány též při zacházení s SIF.

- Dodržování povinností vyplývajících ze Smlouvy o ES a mezinárodních závazků.²³
- Přiměřenost a transparentnost.

Závěr

I když SIF existují již desítky let, k jejich nárůstu došlo zejména po asijské krizi. To bylo spojeno s exportní výkonností některých asijských zemí a vývojem komoditních cen, zejména ropy, který též vedl k silné akumulaci devizových rezerv v zemích exportujících ropu.

Současná velikost SIF se odhaduje na 2–3 mld. USD, ale jejich růstový potenciál je velký. Řada renomovaných institucí odhaduje, že do r. 2012 by mohly dosáhnout až 8–13 mld. USD. To je poměrně ambiciózní dohad, dle výpočtů autora by výše aktiv spravovaných SIF mohla v roce 2013 činit 3,9–5,4 bilionů USD. I když současná finanční krize tempo růstu těchto fondů sníží, po jejím odeznění lze očekávat, že dosavadní trendový potenciál bude opět nastolen.

Státní investiční fondy jsou významné pro země, které je zřídily. Umožňují jim aktivní správu přebytečných rezerv s vyššími výnosy, než dosahují centrální banky. Jako dlouhodobý investor s diversifikovanou globální investorskou základnou SIF přispívají k větší efektivnosti trhů a snížení volatility.

Protože růst a investiční strategie státních investičních fondů v posledních letech přeměnily vládní sektor do významné investorské skupiny, vznikly obavy s ohledem na jejich nižší transparentnost, nekomerční cíle či možné negativní dopady na globální kapitálové trhy. Dosavadní analýzy však zatím jejich významný negativní vliv na finanční stabilitu nepotvrdily.

Na potenciální protekcionismus, který by mohly vyvolat tyto obavy, zareagovaly MMF a OECD. MMF ve spolupráci se SIF vypracoval dobrovolný kodex chování SIF, který byl publikován v 24 všeobecně přijímaných principech a praktikách (GAPP). Komplementárně OECD připravuje obdobný kodex pro přijímající země, který by měl zajistit nediskriminační prostředí, ale na druhé straně i jejich ochranu.

23 Závazky např. v rámci WTO. Členské země OECD jsou zároveň členy Světové obchodní organizace, na něž se vztahují její právní nástroje. Nejvýznamnější dokumentem WTO se vztahem k oblastem pokrytým také kodexy OECD je Všeobecná dohoda o obchodu a službách (GATS). GATS zahrnuje nejen přeshraniční obchod službami, ale také přímé zahraniční investice a zakládání podniků v sektoru služeb. Oproti účasti na kodexech je GATS otevřená prakticky všem zemím. GATS a kodexy propagují stejný cíl – liberalizaci. Přístup GATS se od přístupu kodexů liší ve dvou oblastech: v definici závazků jednotlivých zemí upřednostňuje přístup „zdola nahoru“ (ve srovnání s principem „shora dolů“ uplatňovaným kodexy) a snaží se svých cílů dosáhnout prostřednictvím řady vyjednávání namísto unilaterální liberalizace a partnerským přesvědčováním. Přístup zdola nahoru znamená, že si země v rámci GATS mohou zvolit sektory, v nichž chtějí uskutečnit své závazky. Vyjednávání závazků znamená, že vývoje směrem k liberalizaci je dosaženo vzájemnými výsadami, někdy i v různých sektorech služeb.

Literatura

- ALMUNIA, J. 2008. The EU Response to the Rise of Sovereign Wealth Funds, Speech 08/165, Crans Montana Forum, Brussels, 2 April, 2008.
- BECK, R.; FIDORA, M. 2008. The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets, [Occasional Paper Series, No 91/July]. Frankfurt : ECB, 2008. www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf.
- Commission of the European Communities. 2008. A Common European Approach to Sovereign Wealth Funds, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Brussels : COM, 2008. 115 Provisional.
- ECB. 2006. The Accumulation of Foreign Reserves. [Occasional Paper Series, No. 43/February]. Frankfurt : ECB, 2006. www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp43.pdf.
- ESCHWEILER, B.; FERNANDEZ, D. G. 2008. Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer. JP Morgan Research. 22 May.
- GIC. 2008. Report on the Management of the Government's Portfolio for the Year 2007/2008. Singapore.: Government of Singapore Investment Corporation, 2008.
- GIEVE, J. 2008. Sovereign Wealth Funds and Global Imbalances. Speech to Sovereign Wealth Management Conference, London, 14 March, 2008.
- HILDEBRAND, P. M. 2007. The Challenge of Sovereign Wealth Funds. Speech to the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, 2008.
- International Energy Agency. 2008. Oil Market Report, 13 November 2008. Paris : IEA Press Office, 2008. www.oilmarketreport.org.
- International Energy Agency. 2008. World Energy Outlook 2008 Fact Sheet: Global Energy Trends. Paris : IEA Press Office, 2008. www.iea.org.
- International Financial Services London. 2009. Sovereign Wealth Funds 2009. London : UK Trade & Investment, March 2009. www.ifsl.org.uk.
- International Monetary Fund. 2007. IMF Convenes First Annual Roundtable of Sovereign Asset and Reserve Managers. Press Release, No. 07/267. Washington (DC) : IMF, November 16, 2007.
- International Monetary Fund. 2007. Global Financial Stability Report. Washington (DC) : IMF, February 26, 2007. www.imf.org.
- International Monetary Fund. 2008. Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda. Washington (DC), 2008.
- International Monetary Fund. 2008. Sovereign Wealth Funds. Washington (DC), 2008.
- JEN, S. 2007. Full Deployment of SWFs to Hurt Both USD and EUR. Morgan Stanley – Global Economic Forum, October 19, 2007.
- JEN, S. 2008. How Much Assets Could SWFs Farm Out? Morgan Stanley – Global Economic Forum, January 11, 2007.
- JOHNSON, S. 2007. The Rise of Sovereign Wealth Fund. *Finance and Development*. September 2007, vol. 44, no. 3.
- KERN, S. 2008. SFWs and Foreign Investment Policies – an Update. Deutsche Bank Research, October 2008.
- KIMMITT, R. M. 2008. Public Footprints in Private Markets, *Foreign Affairs*. January/February 2008, vol. 87, issue 1.
- KOZACK, J. 2008. The Macroeconomic Impact of Sovereign Wealth Funds. Draft Speech, IMF, September 2008.
- LUCAS, R. 1990. Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? *The American Economic Review*. 1990, vol. 80, no. 2, 1990.
- MATTOO, A.; SUBRAMANIAN, A. 2008. Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization, [Working Paper, 08-2]. Washington (DC) : Peterson Institute, 2008.
- MILES, D. 2007. Sovereign Wealth Funds and Bond and Equity Prices. Morgan Stanley – Global Economic Forum, June 1, 2007.

- MILESİ-FERRETT, G. M. 2008. Fundamentals at Odds? The U.S. Current Account Deficit and the Dollar. [Working Paper 08/260]. IMF, 2008. www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08260.pdf
- MORGAN STANLEY. 2007. How Big Could Sovereign Wealth Funds Be in 2015? Morgan Stanley Research Global, May 3, 2007.
- OECD. 2008. *OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*. C/MIN(2008)8/Final. Paris : OECD, 5 June 2008.
- OECD. 2008. Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies. Investment Committee Report. Paris : Organization for Economic Cooperation and Development, April 2008.
- PORTES, R. 2009. Global Imbalances, Key Issues for the G20. London : London School and CEPR, 2009.
- SEDLÁČEK, P. 2008. *Mezinárodní měnový fond*. 1 vyd. Praha : C. H. Beck, 2008. ISBN 978-80-7400-012-6.
- SUMMERS, L. H. 2006. Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation. Speech to Reserve Bank of India, Delhi, 2004.
- TRUMAN, E. M. 2008. Four Myths about Sovereign Wealth Funds, Washington (DC) : Peterson Institute, 2008.
- TRUMAN, E. M. 2008. Sovereign Wealth Funds: New Challenges from a Changing Landscape. Testimony before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, Trade and Technology, Financial Services Committee of the US House of Representatives. Washington (DC) : Peterson Institute, 2008.

STATE-RUN INVESTMENT FUNDS: MAJOR INSTITUTIONAL INVESTORS ON GLOBAL FINANCIAL MARKETS

Abstract: The article provides a basic description and taxonomy of sovereign wealth funds, rapidly gaining importance in the international monetary and financial systems. SFWs are pools of assets owned and managed directly or indirectly by governments to achieve specific objectives. Tentative estimates of foreign assets held by SWFs are between USD 1.9 trillion and USD 2.9 trillion. These amounts are about 10 times less than the assets under management of mature market institutional investors and modestly higher than those managed by hedge funds. Current IMF projections are that sovereign wealth funds will accumulate international assets under sovereign management up to about USD 12 trillion by 2012, but growth estimates are different. The author's estimate of the SWFs' growth by 2013 is between USD 3.9-5.4 trillion. These funds have raised concerns about financial stability, corporate governance and political interference and protectionism. The following analysis does not prove the negative distortions of these funds on global financial stability and capital flows. In response to these concerns, the IMF with SWFs have made public voluntary Generally Accepted Principles and Practices (GAPP) for SWF, and the OECD has published guidance on recipient country policies towards the SWFs. Recipient countries should strive to avoid protectionism and should uphold fair and transparent investment frameworks.

Keywords: Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices (GAAP), OECD Instruments

JEL Classification: G10 G15 G17 G28