

Kovács Enikő Ágnes

Növekvő állami szerepvállalás a világgazdaságban: szuverén vagyonalapok

A korábban passzív pénzügyi befektetőként tevékenykedő szuverén vagyonalapok manapság a tőkepiacok egyre aktívabb résztvevői. E tanulmány átfogó képet kíván nyújtani ezekről a nemzetközi gazdasági rendszerben egyre jelentősebbé váló szereplőkről. Áttekinti kialakulásukat, céljaikat és a térnyerésükben szerepet játszó főbb tényezőket, végül pedig bemutatja befektetési tevékenységüket.

JEL kód: E58, F21, F30, G15

Kulcsszavak: szuverén vagyonalapok, sovereign wealth funds (SWFs), állami befektetési alapok, nemzetközi tőkeáramlás, felzárkózó piaci gazdaságok

Az eddig kevésbé emlegetett, bár már korábban is meglévő, főleg a felzárkózó piaci országok kormányai által létrehozott szuverén vagyonalapok jelentősége, piaci súlya nagymértékben felértékelődött az elmúlt évtizedben. Az amerikai jelzáloghitel-piacról 2007-ben kiinduló globális likviditási válság nyomán napjainkban még nagyobb figyelmet kapnak: a pénzügyi rendszerbe eszközölt tőkeinjekcióikkal komoly szerepet játszottak a gazdasági válság enyhítésében. Az elsősorban olajdollárokra és feldolgozóipari termékek exportján meggazdagodott alapok folyamatosan növekvő eszközállománnyal rendelkeznek, s megvan rá a lehetőségük, hogy jelentős hatást gyakoroljanak mind az egész pénzügyi szolgáltató ágazatra, mind a nemzetközi tőkeáramlásra.

A szuverén vagyonalapok fogalma, történeti előzményei és céljai

A szuverén vagyonalapok, angol elnevezésükön *sovereign wealth funds* (SWFs), állami tulajdonban lévő befektetési alapok, amelyek egy adott nemzetgazdaság elkülönített vagyonának kezelésével foglalkoznak. A nemzeti vagyonalapok alapvető feladata a külkereskedelem révén felhalmozott pénztöbblet, a külföldi valutában keletkezett megtakarítások minél jövedelmezőbb eszközökbe történő befektetése, s így az állami vagyon gyarapítása. Az intézményi befektetők csoportjába tartoznak, ugyanúgy, mint a fedezeti alapok, a nyugdíjalapok vagy a különböző célú befektetési alapok. Lényeges

Kovács Enikő Ágnes a Debreceni Egyetem Közgazdaság- és Gazdaságtudományi Kar vezetés és szervezés mesterszakának első éves hallgatója. E-mail címe: kovacs.eniko.agnes@gmail.com. Köszönet illeti Dr. Erdey Lászlót a témavezetői instrukciókért, illetve Dr. Láng Esztert a további szakmai, stilisztikai tanácsokért.

különbőség azonban, hogy *a nemzeti vagyonalapok tulajdonosai és működtetői kizárólag az egyes országok kormányai.*

Jellemzően olyan – főleg közel-keleti és ázsiai – országok esetében beszélhetünk ilyen állami befektetési alapokról, melyek nyersanyag- illetve feldolgozóipari termékexportjuk révén évek óta pozitív fizetésimérleg-egyenleggel rendelkeznek, s így külföldi eszközállományuk egyre csak halmozódik. A teljesség igénye nélkül, csak példaként említve néhányat, ilyenek az Egyesült Arab Emírségek, Kína, Oroszország, Szingapúr, Szaúd-Arábia, a fejlett országok közül pedig Norvégia.

Az alapok forrása leggyakrabban a kőolaj-, földgáz-, valamint feldolgozóipari termékexport révén felhalmozott kereskedelmi többlet, de léteznek költségvetési többletből, nyugdíjartalékokból, privatizációs bevételekből, állami megtakarításokból finanszírozott alapok is. Forráshoz juthatnak továbbá – mint például Kína vagyonalapja – központi banki transzfer révén, amikor is hivatalos devizatartalékainak egy részét a jegybank az ilyen alapokhoz helyezi. Eszközállományuk külföldi kötvényekből, részvényekből, ingatlanokból vagy más egyéb pénzügyi instrumentumokból áll (IMF 2008; Maslakovic 2009).

Habár nem létezik egységesen elfogadott definíció¹ a szuverén vagyonalapokat illetően, néhány elemet Beck–Fidora (2008) és mások alapján mindenképpen kiemelhetünk, mivel azok az ilyen típusú alapok közös jellemzőinek tekinthetők:

- Állami tulajdonban vannak. A befektetések összegét, jellegét, időpontját illetően vagy egy minisztérium, vagy a kormány által kijelölt szakértői gárda dönt.
- Más nagy intézményes befektetőkkel, mint például a befektetési- vagy biztosítási alapokkal szemben a szuverén vagyonalapoknak általában nincsenek részvényesek vagy biztosítottak felé irányuló kötelezettségei. Ebből kifolyólag jellemzően kevésbé transzparenssek a működésüket és a befektetési stratégiájukat illetően (Aizenman–Glick 2008).
- Az ilyen alapokat a monetáris hatóságok hivatalos devizatartalékaitól elkülönítve kezelik.
- Működésükre, befektetéseikre általában a hosszú távú szemlélet jellemző.
- Távlati céljaik között gyakran szerepelnek olyan konkrét makroökonómiai célok, mint például a jövő generációi számára történő megtakarítás, a jólét biztosítása, a nemzeti jövedelem diverzifikálása vagy a hullámzó külkereskedelmi bevételek kisimítása.

Az alapokat meg kell különböztetnünk az alábbi, szintén állami irányítású intézményektől, melyek ugyancsak végeznek befektetési tevékenységet, működésük, céljuk, jellegük mégis eltér a szuverén vagyonalapokétól (Demarolle–Johanet 2008):

- *Központi bankok.* Létezik ugyan kapcsolat a központi bankok és a szuverén vagyonalapok között, mint például Norvégia és Kína esetében, ahol a pénzügyminisztérium nevében a központi bank egy osztálya kezeli az alapokat, de a szuverén vagyonalapok két ponton is különböznek a monetáris hatóságoktól: céljaik és befektetési portfólióik is eltérőek. Míg a szuverén vagyonalapok alapvető célja az állami megtakarítások befektetése minél jövedelmezőbb eszközökbe, addig a központi bankok elsősorban a monetáris- és árfolyampolitikáért felelősek. A befektetési portfóliót illetően az alapok a minél

¹ A Nemzetközi Valutaalap fizetésimérleg-statisztikáért felelős bizottsága (IMF Committee on Balance of Payments Statistics) jelenleg egy pontos, általánosan elfogadható definíció megalkotásán dolgozik a céllal, hogy elősegítse a témával kapcsolatban kutatók munkáját.

szélesebb körű diverzifikációra törekednek, s hosszú távú szemlélet jellemzi őket. Portfóliójukban található hosszú lejáratú államkötvényeket, vállalati kötvényeket, részvényeket, ingatlanokat, derivatívákat s közvetlen külföldi befektetéseket is, a központi bankok pedig inkább a kevésbé kockázatos kötvényekbe s olyan biztonságos eszközökbe fektetnek be, melyek könnyen és gyorsan likviddé alakíthatók. Az ő esetükben a rövid távú időhorizont dominál, mivel a biztonsági előírások megkövetelik egy bizonyos fokú likviditás fenntartását, azért hogy az esetleges árfolyamváltozásokra, fizetésimérleg-problémákra reagálni tudjanak (Aizenman–Glick 2008).

- *Állami nyugdíjalapok.* Ezen állami intézmények célja a jövő nemzedékeinek nyugdíjának biztosítása. Forrásuk különböző járulékokból származik, s a jövőre vonatkozóan – ellentétben a szuverén vagyonalapokkal – meghatározott fizetési kötelezettségeik vannak. Továbbá a nyugdíjalapok általában nincsenek olyan közvetlen kapcsolatban a kormányzattal, mint a nemzeti vagyonalapok.
- *Állami tulajdonú vállalatok.* Ezek jogilag gazdasági társaság, nem pedig befektetési alap formájában működnek. Elsődleges feladatuk a javak és szolgáltatások termelése, nem pedig befektetési tevékenység, noha az ilyen vállalatok vásárlásai révén is megjelenhet egy állam befektetőként a nemzetközi pénzügyi piacokon.

Amikor a szuverén vagyonalapokról beszélünk, tudnunk kell, hogy nem új jelenséggel állunk szemben. Habár az utóbbi években kerültek csak igazán a figyelem középpontjába, ilyen alapok már az 1950-es évektől kezdve léteznek. Főleg a nyersanyagokban, különösen az olajban gazdag Perzsa-öböl menti országok voltak az élenjárói ilyen alapok létesítésének. Kuvait vagyonalapja, a *Kuwait Investment Authority* például 1953 óta létezik, célként tűzve ki azt, hogy az olajexportból származó többletjövedelmet befektetve csökkentse Kuvait véges olajkészleteitől való függőségét. Szingapúr pedig 1974-ben alapította *Temasek Holdings of Singapore* nevű vagyonalapját, melynek forrása, ellentétben az előzővel, nem az olajbevételekből, hanem teljes egészében külkereskedelmi bevétel-többletből származik. Ezek azóta is létező s igen komoly eszközállománnyal rendelkező alapok (UNCTAD 2008).

Az elgondolás tehát, hogy a kormányok a rosszabb időkre előretekintve megtakarítást eszközölnek, nem mai „találmány”, s Kiribati állam példáját látva úgy tűnik, működik. Kiribati, egy csendes-óceáni ország, 1956-ban állította fel *Revenue Equalisation Reserve Fund* nevű alapját, melynek forrása a trágyaként használt guanó-bányászatból származott. Mára már a guanó-készletek rég kimerültek, de a felhalmozott pénz megmaradt. Évi 10 százalékos hozammal, a 400 millió dollár értékű eszközállománnyal rendelkező alap nagyban hozzájárul a sziget GDP-jének emeléséhez. Hasonló célokkal, a nyersanyagforrások kimerülésére gondolva nem egy ország követi ezt a példát (*The Economist* 2008).

Az 1970-es éveket gyakran emlegetik a szuverén vagyonalapok alakulásának második nagy hullámaként. Az olajárrobbanás következtében meggazdagodott országok, mint például az Egyesült Arab Emírségek vagy Szaúd-Arábia újabb alapokat hoztak létre, egyrészt azzal a céllal, hogy „felszívják” az olajexport nyomán hirtelen keletkezett nagy pénzmennyiségeket, elkerülve így a gazdaság esetleges túllendülését, másrészt pedig megtakarításként azokra az időkre, amikor az olajárak alacsonyabbak lesznek vagy az olajkészletek kimerülnek.

Az elmúlt években a szuverén vagyonalapok tulajdonában levő eszközök nagymértékű növekedését, valamint újabb alapok keletkezését tapasztalhattuk. Az ezredfordulóval elérteztünk tehát az állami vagyonalapok történetében a harmadik nagy hullámhoz, mely

hullám az előző kettőnél sokkal nagyobb és erőteljesebb. A magas olaj- és nyersanyagárak, a világszinten állandósult nagy fizetésimérleg-egyenlőtlenségek eredményeképpen az olajexportőr országok és más, komoly exporttevékenységet folytató fejlődő országok igen jelentős devizatartalékokat halmoztak fel, az ilyen alapok egyik legfőbb forrását képezve. Az ilyen „újszülött” alapokra példaként hozható fel a *China Investment Corporation (CIC)*, Kína 2007-ben alapított szuverén vagyonalapja, valamint Oroszország 2008-ban létrehozott állami alapja (*Balin 2008; Beck-Fidora 2008*).

Ahogy fentebb már szó esett róla, a szuverén vagyonalapoknak, mint minden befektetőnek, az a célja, hogy az eszközeire jutó hozamot maximalizálja. Ez nagyon átfogó és általános célkitűzés. Felmerül hát a kérdés, hogy vajon mi motiválja a nemzetállamokat, amikor arról döntenek, hogy szuverén vagyonalapot hoznak létre, vagyis milyen céllal különítik el vagyonuk egy részét?

Az állami vagyonalapok számos célt szolgálhatnak. A főbb célok alapján ötféle vagyonalap-típust különböztethetünk meg (*IMF 2008*):

1) *Stabilizációs alapok*, melyeknek fő célja az, hogy az adott ország gazdaságát és költségvetését függetleníse a nyersanyagok, erőforrások (rendszerint olaj) árában bekövetkezett ingadozásoktól. A bevételforrások koncentrációja veszélyt jelenthet egy ország gazdaságára. Az erőforrások, nyersanyagok árainak hirtelen emelkedése vagy összeomlása váratlan konjunktúrát, illetve ellenkező esetben recessziót idézhet elő. Így a gazdaság és a költségvetés teljes mértékben kiszolgáltatottá válik, s a szóban forgó erőforrások árainak ingadozása, valamint az illető szektort fenyegető gazdasági sokkok nem várt változásokat idézhetnek elő. Ezen hullámzások tompítására nyújtanak megoldást a stabilizációs alapok, melyek a kedvezőbb időszakok során felhalmozott jövedelmeket gyűjtik össze a rosszabb időkre, például krízis esetén az állam a szuverén vagyonalapban összegyűjtött vagyonát felhasználhatja a gazdaság újraélesztésére. Mindehhez azonban kellően megfontolt gazdaságpolitikára van szükség, amikor is a döntéshozók belátják, hogy felelőtlen dolog pazarló beruházásokra elszórni a pénzt, illetve a politikusok újraválasztása érdekében túlköltekezni (*Váradí 2006; Balin 2008:4*).

2) *Takarékalapok*, melyeknek célja, hogy a nem megújuló, előbb vagy utóbb kimerülő nyersanyagoknak és energiaforrásoknak köszönhető többletjövedelemből olyan diverzifikált eszközportfóliót alakítson ki, mely a jövő generációi számára is biztosítja majd a folyamatos jövedelemáramlást s ezzel a biztonságos és kényelmes megélhetést. Célként szerepel ezen túl az ún. „holland kór” hatásainak enyhítése².

A fent említett két célt képviselő alapokra kitűnő példa Norvégia állami nyugdíjalapja az ún. *Government Pension Fund-Global*, az Egyesült Arab Emírségek *Abu Dhabi Investment Authority* elnevezésű alapja, valamint az Oroszország által 2004-ben létrehozott *Oil and Gas Fund* (*Beck-Fidora 2008*).

² Az 1960-as években Hollandia nemzeti vagyona nagymértékben megnövekedett, miután az Északi-tengerben nagy földgázkészleteket fedeztek fel. Az erőforrások kiaknázásának és eladásának hatására a holland nemzeti valuta felértékelődött, a nem olajexporttal foglalkozó ágazatok veszítettek versenyképességükből, a szekunder szektor összeszűkült. Innen ered a „Dutch disease” néven is emlegetett mechanizmus, mely arra a különös jelenségre utal, amikor a nemzeti jövedelem nagymértékű növekedése folytán, a várt pozitív következménnyel ellentétben a nemzetgazdaságra nézve káros hatások lépnek fel. A jelenség általában valamilyen természeti erőforrás felfedezése kapcsán kerül elő, de bármely más olyan eseményhez is kapcsolódhat, amely nagymértékű devizabeáramlással jár együtt. A „holland kór” fenyegetése ellen megoldásul szolgál, ha a hirtelen keletkezett nagy mennyiségű jövedelmet nem engedik be teljes egészében a gazdaságba, hanem például szuverén vagyonalapokban különítik el azt. A holland kórrol bővebben lásd: Ebrahim-zadeh (2003).

3) *Tartalék-befektető alapok*, melyek kezelésében álló eszközök gyakran a központi bankok tartalékeszközeiként vannak nyilvántartva. Amikor külföldi valuta áramlik egy országba, az rendszerint az adott gazdaság központi bankjának tartalékai közé kerül, s különböző állampapírokban, amerikai kincstárjegyekben tartják azokat. Ezek az alacsony kockázatú eszközök kisebb hozamot ígérnek, mint a részvények vagy más egyéb befektetések, így a devizatartalékok állampapírokban való tartásának alternatív költsége magas. Amint tehát a tartalékok biztonsággal meghaladják azt a szintet, amely a központi bankoknak szükséges az esetleges sokkok kivédésére, valamint a likviditás biztosítására, a külföldi eszközök egy része ezen speciális alapokba kerül. Az ilyen alapok gyakran konkrét hozamcélokkal rendelkeznek, és kockázatosabb befektetéseket eszközölnek, mint a központi bankok. Feladatuk az, hogy növeljék a tartalékeszközök befektetéseire jutó hozamot. Jellemzően ázsiai feltörekvő piacgazdaságok hoznak létre ilyen típusú alapokat, mivel felhalmozott devizatartalékaik meghaladják a fizetésimérleg-korrekciókra vagy az esetleges intervenciókra szükséges pénzmennyiséget. A felhalmozott tartalékok forrása ezen országok esetében elsősorban nem a nyersanyagokhoz, hanem sokkal inkább a fix árfolyamrendszerek alkalmazásához kapcsolódik.

Példaként hozható fel Szingapúr 1981 óta létező *Government of Singapore Investment Corporation* alapja, valamint a még csak 2 éve létező *China Investment Corporation*, mely a kínai külföldi tartalékok egy részének menedzselésével foglalkozik (Beck-Fidora 2008; Deloitte 2008; UNCTAD 2008).

4) *Fejlesztési alapok*, melyek rendszerint társadalmi-gazdasági projekteket finanszíroznak, valamint olyan iparpolitikákat támogatnak, melyek hozzájárulhatnak a nemzeti kibocsátás növekedéséhez. Vannak olyan alapok, melyek kifejezetten támogatják a hazai ipar fejlődését elősegítő technológiatranszfert, valamint a multinacionális vállalatok befektetéseit. Ha az alap kellően nagy részesedést szerez egy vállalatban, akkor olyan igazgatóságot nevezhet ki, mely saját céljait szolgálja, azaz külföldi tőkebefektetést eszközöl az alap anyaországában. Így megvalósulhat a technológiatranszfer, a kutatás-fejlesztési tevékenységhez szükséges kapacitások kiépítése, új technológiák, valamint a tudástőke átadása. Példaként említhetjük Szingapúr vagyonalapját, melynek stratégiájában megjelennek hasonló célkitűzések (Balin 2008).

5) *Rendkívüli nyugdíjtartalék-alapok*, melyek a kormány esetleges előre nem látott, előre nem kalkulált nyugdíjfizetési kötelezettségeire biztosítanak fedezetet az egyéni nyugdíj-hozzájárulásokon kívüli forrásokból.

Ezek a célok sokszor összetettek, akár egymást átfedőek, és idővel változhatnak is. Az alapoknak általában nem csak egy kizárólagos céljuk van. A fenti öt típus valamelyikébe tartozás inkább csak a domináns célt jelöli egy adott alap esetében. Például Botswana és Oroszország stabilizációs alapjainak célrendszerébe – ahogyan a felhalmozódó tartalékok egyre inkább meghaladták a rövid távú stabilizációhoz szükséges pénzüsszeget – megtakarítási cél is beépült. Látható tehát, hogy minél nagyobb tőkével rendelkezik egy alap, annál több célt képes egyszerre szolgálni. A különféle célok ugyanakkor nagymértékben meghatározzák az alapok befektetési horizontját, valamint a kockázatokkal és hozamokkal szembeni elvárásait, így menedzselésüknek különböző módjai alakultak ki. Egy stabilizációs célt kitűző alap például nagyobb súlyt fektet a likviditásra, és rövidebb távú befektetéseket gondolkozik, míg egy megtakarítási célú alap esetében a likviditás iránti igény alacsonyabb, és a hosszabb távú befektetéseket érdekelték (IMF 2008).

Az alapok vagyoneredit szerinti csoportosítása, rangsora és területi elhelyezkedése

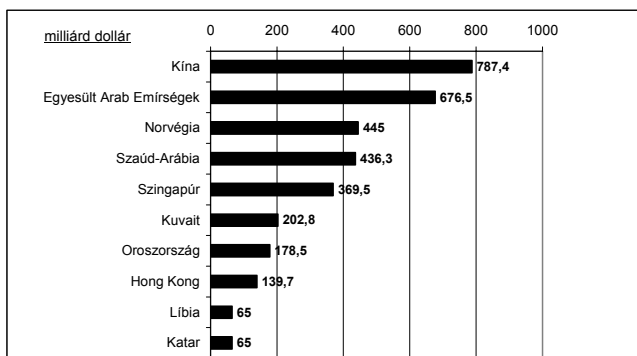
A szakirodalom (Maslakovic 2009:2-5; Aizenman–Glick 2008:2) a tőke forrását illetően a vagyonalapok két fő csoportját különbözteti meg: a *nyersanyagból*, illetve a *nem nyersanyagból* finanszírozott alapokat.

- *Nyersanyagexportból* származik a szuverén alapok által kezelt globális tőkevagyon nagy része, közel 60 százaléka. Érdeemes megjegyezni, hogy amikor a szuverén vagyonalapok tőkéjének forrását illetően nyersanyagról beszélünk, akkor az alatt főleg a kőolajat és a földgázt értjük. Ugyan léteznek más egyéb nyersanyagexportból finanszírozott alapok, – mint például Chile vagyonalapjának forrása a vörösréz, Botswana alapjának a gyémánt és különböző ásványok, míg Kiribati esetében a foszfát – , de ezen alapok hozzájárulása a vagyonalapok összes tőkéjéhez igen csekély, csupán csak 0,9 százalék.
- *A nem nyersanyagból* finanszírozott alapok kezelése alatt álló eszközérték pedig megközelítőleg 40 százalékot képvisel az összes szuverén vagyonból. Ezen alapok tulajdonosai túlnyomó részt feldolgozóipari termékeket exportáló ázsiai országok, melyek növekvő valutatartalékaik egy részéből hozzák létre alapjaikat. Köztük a legjelentősebbek Kína és Szingapúr.

Jelenleg a *Sovereign Wealth Fund Institute*³ által a szuverén vagyonalapokról felállított rangsorban 52 alap szerepel, melyek összesített eszközállományát az intézet 3811,7 milliárd dollárra becsülte 2009 októberében. A világ szuverén tőkevagyonát illetően erőteljes koncentráció figyelhető meg, ugyanis az első 15 alap kezeli a globális tőkevagyon közel 90 százalékát (1. táblázat).

1. ábra

A 10 leggazdagabb nemzetállam a szuverén alapokban kezelt vagyon nagysága alapján



Forrás: A Sovereign Wealth Fund Institute™ adatai alapján⁴

³ A Sovereign Wealth Fund Institute a szuverén vagyonalapok tanulmányozásával foglalkozó szervezet, melynek fő célja, hogy ismeret nyújtson a szuverén vagyonalapoknak a világgazdaságra, politikai rendszerekre, pénzügyi piacokra, kereskedelemre gyakorolt hatásairól.

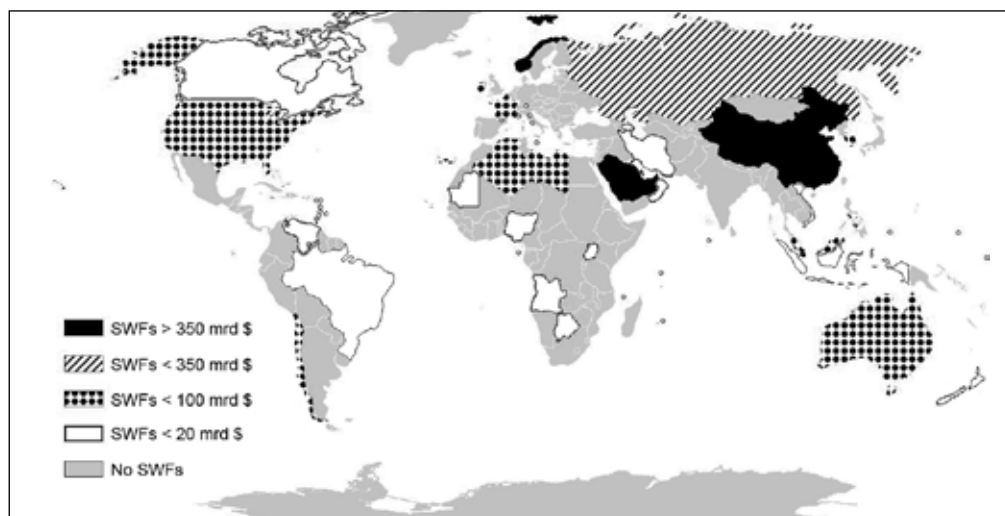
⁴ <http://www.swfinstitute.org/funds.php>

Habár a legnagyobb szuverén vagyonalap, az Abu Dhabi Investment Authority az Egyesült Arab Emírségekben működik, a nemzeti vagyonalapokban kezelt vagyon alapján összességében mégis Kína áll elől a nemzetállamok rangsorában (1. ábra). 4 vagyonalapjában összesen 787,4 milliárd dollár értékű tőkét kezel, amely a szuverén vagyonalapok menedzselése alatt álló összes eszköz közel egyötöd részét (20,6%) képezi. A Sovereign Wealth Fund Institute 2009 augusztusi rangsorában Kína még, ugyan nem sokkal, de elmaradt a hosszú időn át élen járó Egyesült Arab Emírségek mögött. A legfrissebb adatok azonban igazolták a várakozásokat. A szakértők ugyanis úgy vélték, hogy az export révén felhalmozott külföldi valutatartalékoknak köszönhetően Kína hamarosan átveszi majd az első helyet (Weisman 2007).

A 2. ábra térképén is jól látszik, hogy mely területeken koncentrálódik az állami befektetési alapok vagyona, s azt is észrevehetjük, hogy az európai kontinens – Norvégia, Oroszország, Franciaország és Írország kivételével – nem igazán jeleskedik a szuverén vagyonalapok létrehozásában.

2. ábra

A szuverén vagyonalapok mérete és területi elhelyezkedése (milliárd dollár)

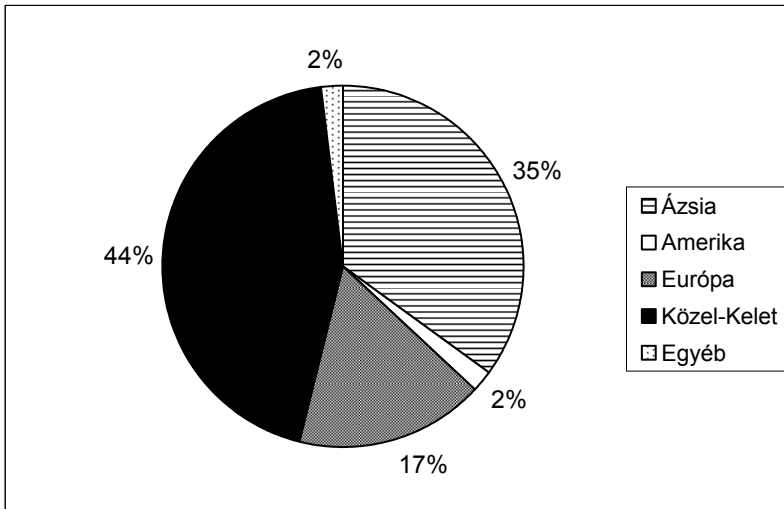


Forrás: A Sovereign Wealth Fund Institute™ adatai alapján⁵

A Sovereign Wealth Fund Institute a tőkeérték területenkénti százalékos megoszlásáról is rendelkezik információkkal: az állami kezelésű befektetési alapok vagyonának 44 százaléka olajban gazdag közel-keleti országoké, 35 százaléka jelentős devizatartalékokkal rendelkező ázsiai országoké. Az európai országokban létesített alapok tulajdonában az összes tőkeérték 17 százaléka található, míg az amerikai kontinensre illetve egyéb területekre jutó hányad 2-2 százalékos, ahogyan azt a 3. ábra szemlélteti.

⁵ <http://www.swfinstitute.org/research/worldmapswf.php> módosítva a Sovereign Wealth Fund Institute 2009 októberi adatai alapján.

A szuverén vagyonalapokban kezelt összes tőke területenkénti megoszlása



Forrás: A Sovereign Wealth Fund Institute™ adatai alapján⁶

A szuverén vagyonalapok térnyerése

Ezek az állami tulajdonban lévő alapok, az intézményes befektetők egy újabb csoportját alkotva a nemzetközi pénzügyi piacok egyre jelentősebb szereplőivé válnak, s a jövőben gazdasági súlyuk növekedése várható. Habár a szuverén vagyonalapok kezelése alatt álló globális tőkevagyon még messze elmarad a nyugdíjalapok, befektetési alapok, valamint biztosító társaságok tulajdonában levő eszközértéktől, megelőzik viszont a fedezeti- és a magántőke alapokat (4. ábra).

A vagyonalapok felé irányuló nagy figyelem három új jelenségnek tulajdonítható (Demarolle–Johanet 2008):

- A kezelésük alatt álló vagyonérték nagymértékben növekszik, az elmúlt 3 évben például 18 százalékos körüli éves átlagos növekedési ütemet tapasztaltak. Az International Financial Services London (IFSL) úgy becsüli, hogy 2015-ig az állami tőkealapok vagyona megkétszereződik.
- Az utóbbi évtizedben a szuverén vagyonalapok száma több mint kétszeresére nőtt. Egyre több nemzetállam dönt vagyonalap létrehozása mellett. Mindez annak a következménye, hogy bizonyos nemzetgazdaságok évről évre pozitív folyó fizetési mérleggel zárnak, s így külföldi eszközállományuk egyre csak halmozódik. Az állam befektetések révén gyarapítani kívánja összegyűjtött vagyonát, így állami irányítású vagyonalapot hoz létre azzal a céllal, hogy növelje az eszközeire jutó hozamot.

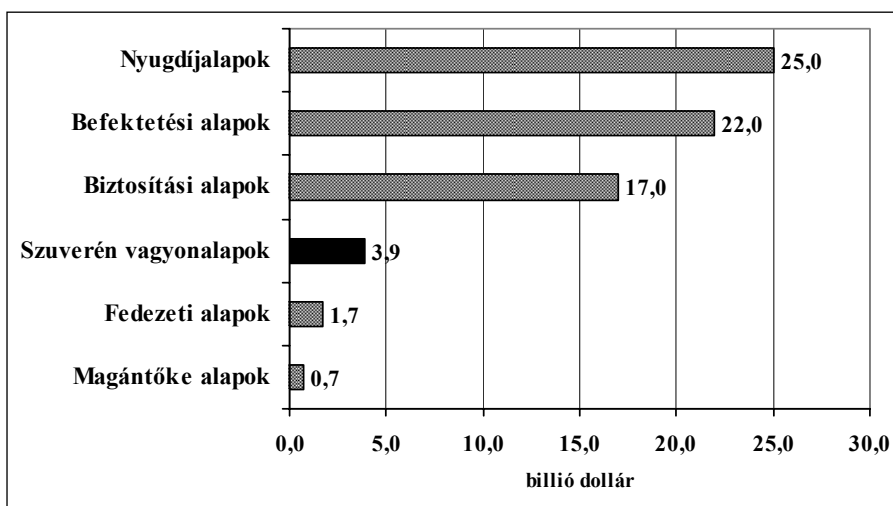
⁶ <http://www.swfinstitute.org/funds.php>

Különösen figyelemre méltó Kína és Oroszország térnyerése, de olyan nyersanyag-exportáló feltörekvő gazdaságokat is említhetünk, mint például Brazília, Líbia, Algéria, Venezuela.

- Befektetések jellege az utóbbi időkben megváltozott, manapság eszköz-portfóliójuk széleskörű diverzifikációja jellemzi stratégiájukat. Egyre több alap fektet be külföldi vállalatok részvényeibe, s bizonyos esetekben befektetéseik révén jelentős befolyásra tesznek szert, akár stratégiai fontosságú területeken is.

4. ábra

Főbb intézményes befektetők és a kezelésük alatt álló eszközértékek



Forrás: IFSL becslés, In: Maslakovic 2009:1

A szuverén vagyonalapok kezelése alatt álló eszközök értékét és jövőbeli növekedését illetően többféle becslés létezik. Az eltérés egyik oka a szuverén vagyonalapok csoportját konkrétan meghatározó definíció hiánya. Egyes szerzők ugyanis a szuverén vagyonalapok kategóriát szélesebb körben, mások szűkebben értelmezik. Ami az eszközállományt illeti, a statisztikák elkészítését nehezíti, hogy sok alap nem bocsát ki információt a kezelése alatt álló vagyonról, így ilyen esetben becsült adatok állnak rendelkezésünkre. Egyes tanulmányok (például IMF 2008:7), az alapok tőkevagyonát illetően konkrét adatok helyett intervallumokat közölnek, azaz egy adott alap tulajdonában levő lehetséges vagyon alsó és felső határát adják meg. Amíg az alapok nem szolgáltatnak kellő információt működésükről, eszközeikről, valamint befektetéseikről, addig nem meglepő, hogy a különböző tanulmányokban szereplő adatok eltérnek (1. táblázat).

**Az állami befektetési alapok különböző szakirodalmak szerint
becsült vagyona**

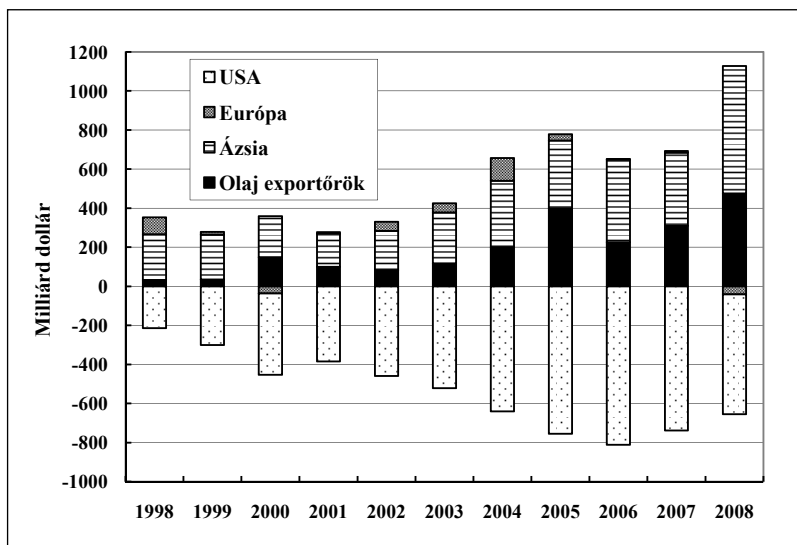
Forrás	Jelenlegi becsült vagyon (milliárd dollár)	Jövőbeli becsült vagyon (milliárd dollár)
Maslakovic (2009:1)	3900	8000 mrd \$ 2015-re
Sovereign Wealth Fund Institute	3811,7	n.a.
Aizenman–Glick (2008:1)	3100	13000 mrd \$ 2018-ra
UNCTAD (2008:20)	5000	n.a.
Truman (2008:1)	5300	n.a.
Odonnat (2008:3)	2800	12000 mrd \$ 2015-re
Balin (2008:2)	3190	n.a.
IMF (2008:6)	2000-3000	6000-10000 mrd \$ 2013-ra
Prometheus (2009:1)	1500-3500	15000 mrd \$ 2015-re
Lyons (2007:1)	2200	13400 mrd \$ 2017-re
Deutsche Bank Research (2008:1)	3600	5000 mrd \$ 2010-re 10000 mrd \$ 2015-re

**A növekedésben szerepet játszó tényezők: nyersanyagárak
és nemzetközi tartalékok**

A nyersanyagárak – köztük a kőolaj, földgáz – növekvő tendenciája a nyersanyag-kitermelő országok vagyonát fokozatosan gyarapítja az árak emelkedésével együtt. Mivel az ilyen országokban jellemzően állami monopólium a nyersanyagexport, vagy pedig a magánszektor szereplőinek nyersanyagexportból származó jövedelmét az állam keményen megadóztatja, az állami vagyon egyre csak halmozódik. A nyersolaj világszertei árának alakulását az elmúlt években összességében növekvő tendencia jellemzi. Különösen nagy mértékű növekedést figyelhattunk meg 2007 elejétől, mely 2008 első félévében is még folytatódott. Mivel a szuverén vagyonalapok közel kétharmada kőolaj- és földgázexportból finanszírozott, nem meglepő, hogy ebben az időszakban vagyonuk ugrásszerű növekedésnek indult, továbbá egyre több alap keletkezésének lehettünk tanúi. 2008 második felétől az amerikai jelzálogpiaci válság hatása érvényesült, s az olajárak radikális csökkenését tapasztalhattuk. A nyersanyagárak zuhanása az olajjévedelmekből finanszírozott alapok bevételeit meglehetősen negatívan érintette. Azonban hosszú távon azt várjuk, hogy a nyersolaj ára tovább növekszik, gyarapítva a vagyonalapok eszközállományát, illetve adott esetben lehetővé téve újabb alapok létrehozását (*McNatt 2009*).

5. ábra

A külkereskedelmi mérlegek kiegyensúlyozatlansága



Forrás: Maslakovic [2009] 2. o.⁷

A szuverén vagyonalapok térnyerésében jelentős szerepet játszó másik tényező a nemzetközi tartalékeszközök nagymértékű felhalmozása, mely az évek óta folyamatosan kereskedelmi többlettel rendelkező felzárkózó piacgazdaságokra, főleg ázsiai országokra jellemző. Mára a feltörekvő gazdaságok a „világgazdaság hitelezőivé” váltak, s komoly nemzeti tartalékaikkal jelentős pénzügyi hatalmat képviselnek. Tíz évvel ezelőtt más volt a helyzet. Az 1997-99-es ázsiai válság idején a feltörekvő piacgazdaságok kereskedelmi mérlegét deficit jellemezte. Az elmúlt évek során azonban jelentős vagyonátrendeződés ment végbe. Míg a fejlett gazdaságok növekvő fogyasztásuk révén egyre csak halmozták fizetésimérleg-hiányukat, addig a feltörekvő – különösen a dél-amerikai, valamint a délkelet-ázsiai – gazdaságok egyenlegének javulása, épp ellenkezőleg, igen szembetűnő⁸. Ezekben a térségekben ugyanis a magas munkatermelékenységnek tulajdonítható feldolgozóipari növekedést nem követte nagyobb hazai költsékezés, így a megtakarítások a befektetéseknél nagyobb mértékben növekedtek, teret engedve az exportból származó külföldi eszközök felhalmozásának. Ezek az eszközök központi banki tartalékként halmozódtak, s egy évtizeddel ezelőtt a likviditás biztosítása végett még főleg aranyba, külföldi államkötvényekbe és devizába fektették őket. Az elmúlt években egyre jellemzőbb, hogy a felhalmozott devizatartalékok egy részének kezelésére a jelentős tartalékokat felhalmozó országok állami vagyonalapokat hoznak létre, melyek aztán az eszközök diverzifikálása révén nagyobb hozamot realizálnak.

⁷ A grafikont Marco Maslakovic [2009] alapján, az International Financial Services London (IFSL) által összegyűjtött adatok felhasználásával készítettem, mely adatok az alábbi honlapról letölthetők: http://www.ifsl.org.uk/upload/Sovereign_Wealth_Funds_2009.xls Letöltve: 2009.07.26.

⁸ Persze mindkét országcsoportban vannak kivételek: Kanada, Japán, Németország például még mindig a „hitelezők” közé tartozik, míg sok fejlődő piacgazdaság, köztük nem egy közép-, kelet-európai, valamint afrikai ország deficittel rendelkezik.

A szuverén vagyonalapok erősödése a nemzetközi kereskedelem egyensúlytalanságára hívja fel a figyelmet. Mint ahogy azt az 5. ábra is szemlélteti, a többlettel rendelkező országok megtakarítása és nagymértékű eszköz-felhalmozása mögött a deficittel rendelkező országok – köztük kimagaslóan az Egyesült Államok – túlzott kereslete és eladósodása áll (Aizenman–Glick 2008; Gieve 2008).

A tartalékeszközök felhalmozásával kapcsolatban Balin (2008) arra hívja fel a figyelmet, hogy az összes devizatartalék⁹ 80 százaléka 20 állam kezében van, melyek közül 18 már rendelkezik vagyonalappal, vagy tervbe van véve annak létrehozása az elkövetkezendő öt évben. A szuverén vagyonalapok növekedési üteme a jövőben várhatóan nagyobb lesz, mint a hivatalos devizatartalékok növekedési üteme, ugyanis idővel nem csak a tartalékok felhalmozódása, hanem a befektetéseken realizált hozam is hozzájárul majd az alapok vagyonának gyarapodásához. Így nem kizárt, hogy pár év múlva a vagyonalapok kezelése alatt álló eszközök nagyobb értéket képviselnek majd, mint a devizatartalékok összesen.

A szuverén vagyonalapok mint befektetők

A szuverén vagyonalapokat a szakirodalom (Blancheton–Jégourel 2009; IMF 2008) elsősorban konzervatív, hosszú távú befektetőkként emelgeti, melyek egyfajta stabil részvényesi jelenlétet biztosítanak annak a vállalatnak, amelybe befektetnek. A tapasztalatok szerint a legtöbb esetben nem törekednek többségi tulajdon megszerzésére, passzív befektetőkként viselkednek, akik nem kívánnak igazán részt venni a döntéshozatalban, s nem élnek szavazati jogukkal sem. Mondhatnánk akár, hogy „ideális” befektetőkről van szó, azonban látni fogjuk, hogy nem minden vagyonalap érdemli ki ezt a megtisztelő címet.

Az alapok nagy része – egy-két kivételtől eltekintve – nem szolgáltat kellő információt működéséről, így a befektetéseikkel kapcsolatban sok esetben nem rendelkezünk konkrét, pontos adatokkal. A rendelkezésre álló információk alapján azonban elmondhatjuk, hogy a vagyonalapok befektetési stratégiáját napjainkban a széleskörű diverzifikáció jellemzi. Portfóliójukban egyre inkább csökken a kisebb kockázatú, alacsonyabb hozamú állampapírok részaránya, ugyanakkor egyre gyakrabban fektetnek be különböző kockázatosabb eszközosztályokba. A nemzeti vagyonalapok jelentős részvénypozíciókkal rendelkeznek, s a befektetések túlnyomó részét külföldön realizálják. A transzparens működéséről híres, befektetéseit nyilvánosan közzé tevő norvég alap – *Government Pension Fund-Global* – például eszközeinek 40 százalékát részvényekben tartja, a maradékot pedig fix megtérülésű értékpapírokban. Öt kontinensen több mint 3000 vállalat, valamint pénzügyi intézmény tőkéjében rendelkezik részesedéssel. Ezek a részesedések viszont szinte soha sem haladják meg a vállalat tőkéjének 1%-át. A norvég alap célja, hogy 2010-re eszköz-allokációjában a részvények 60%-os arányt képviseljenek (IMF 2008:9; El Hafidhi 2008).

A piaci elemzők úgy becsülik, hogy a szuverén vagyonalapok viszonylag nagy részesedésekkel bírnak a feltörekvő piacokon (Ázsia, Közel-Kelet, Észak-Afrika), melyek bár jóval volatilisabbak, hosszú távon magasabb megtérülést biztosítanak. Nyilvánvaló tehát a magasabb kockázatvállalás.

Amikor a szuverén vagyonalapokat főbb céljaik szerint csoportosítottuk, szó esett arról is, hogy a célok jelentős mértékben meghatározzák az alapok befektetési stratégiáit. Egy

⁹ Az International Financial Services London a hivatalos devizatartalékok összegét 7400 milliárd dollárra becsüli a 2008-as év végén (Maslakovic 2009).

stabilizációs alap, melynek célja az ország jövedelemáramában esetlegesen bekövetkező ingadozások kisimítása, elsősorban olyan eszközökbe fektet, melyek nem túl kockázatosak, s szükség esetén könnyen és gyorsan likviddé alakíthatók. Az ilyen alapok fő feladata az, hogy recesszió esetén a felhalmozott vagyont felhasználva enyhítsék a gazdaságot érintő sokkot. Így gyakorlatilag állandó készenlétben kell állniuk, tehát befektetéseiket illetően a rövid távú megközelítés dominál. Ezzel szemben a többi négy típusú alap (takarékalap, tartalék-befektető alap, fejlesztési alap, rendkívüli nyugdíjtartalék-alap) céljának megfelelően rendszerint hosszabb távú stratégiát választ (IMF 2008; Blancheton–Jégourel 2009).

A célok sok esetben még azt is meghatározzák, hogy milyen típusú vállalatokban, milyen iparágakban vállaljon tulajdonrész egy vagyonalap. Az állami jövedelem kisimítását célzó alapoknál például jellemző, hogy kontraciklikus befektetéseket eszközölnek. Ez azt jelenti, hogy olyan iparágakba és országokba fektetik pénzüket, amelyek jobban teljesítenek akkor, amikor a vagyonalap-tulajdonos ország gazdasága gyengébb. Erre a stratégiára példa Norvégia és Szaúd-Arábia, ahol a természeti erőforrásokba történő befektetések helyett inkább a bankszektorba, technológiába és iparvállalatokba eszközölt befektetések dominálnak. A kontraciklikus stratégia Szingapúr esetében pedig, épp ellenkezőleg, a nyersanyagba történő befektetéseken érhető tetten (Balin 2008).

Egyes alapok kizárólag nyilvánosan jegyzett pénzügyi eszközökbe – részvényekbe, kötvényekbe – fektetnek be, mások az alternatív eszközosztályokat (fedezeti alapok, magántőke alapok, ingatlan) sem zárják ki. A szuverén vagyonalapokkal foglalkozó nemzetközi munkacsoport (IWG)¹⁰ által elvégzett felmérés szerint sok olyan alap van, mely bizonyos kockázatos eszközosztályokba nem fektethet be szabadon, vagy nem használhat a fedezeti alapok által előszeretettel alkalmazott spekulációs technikákat. A megkérdezett alapok 60%-a például nem fektethet be a tőzsdén kívüli piacokon, míg nagy többségük nem vehet fel kölcsönt, nem használhat tőkeáttételt, illetve nem folyamodhat származékos termékekhez, csak abban az esetben, ha mindezt kockázatfedezés céljából teszi (Blancheton – Jégourel 2009).

Látható tehát, hogy a vagyonalapok a befektetők heterogén csoportját alkotják. Közös vonásként említhetjük azonban, hogy a szuverén vagyonalapoknál általában nem jellemző a *leverage* használata. Befektetéseiket többnyire saját forrásból hajtják végre, s így nem keletkezik harmadik féllel szemben fennálló kötelezettségük (Beck–Fidora 2008; Balin 2008).

A *Deutsche Bank Research* (2008:7) tanulmánya szerint a következő tendenciák jellemzik a szuverén vagyonalapok befektetéseit:

- Az ázsiai gazdaságok, őket követően pedig a közel-keleti államok szuverén vagyonalapjai a legaktívabb befektetők.
- A vagyonalapok legfőbb célpontjai észak-amerikai és európai vállalatok. Ez azt jelenti, hogy a hagyományos észak-amerikai, valamint európai tőkepiacok a befektetések széles skáláját kínálják, nagyfokú likviditás jellemzi őket, s képesek ezen állami befektetők hatalmas pénzmennyiségeit felszívni. A fent említett két térségen kívül Ázsia is

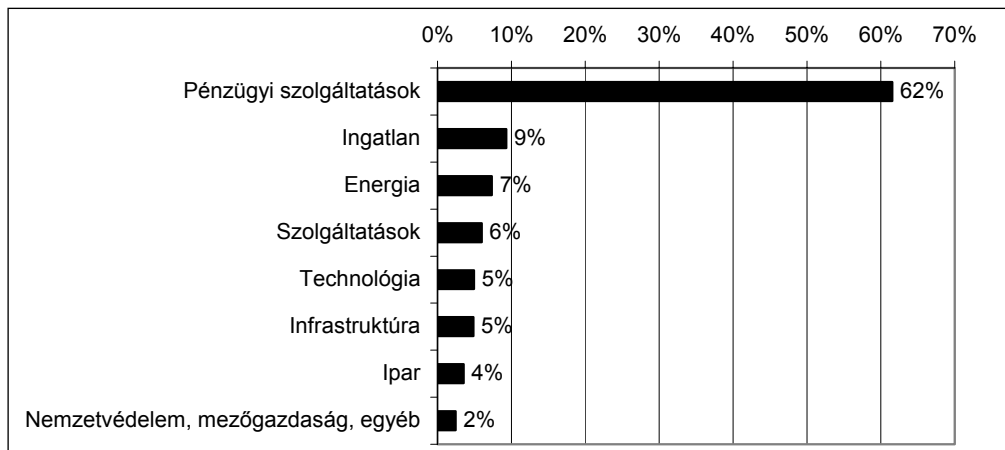
¹⁰ A szuverén vagyonalapokkal foglalkozó nemzetközi munkacsoportot (International Working Group of Sovereign Wealth Funds – IWG) 2008. április 30-án hozták létre, s működésében a Nemzetközi Valutaalapon kívül 23 szuverén vagyonalap is részt vesz. A munkacsoport célja, hogy az alapok befektetési gyakorlatát illetően olyan általánosan elfogadott alapelveket állítson fel (Santiago Principles), melyek a transzparens működést szorgalmazzák, s így megkönnyítik a szuverén vagyonalapok és a fogadóországok közötti együttműködést (Hammer et al 2008).

jelentős befektetési célpont, s érdemes megjegyezni, hogy az ide irányuló befektetések 83%-a ázsiai vagyonalapok befektetései, tehát ún. intraregionális befektetések.

- Az 1995 óta regisztrált befektetések kétharmad részét az elmúlt 2 évben realizálták. A pénzügyi válság következtében a nyugati pénzintézetekbe történő tőkeinjekciók jelentősen hozzájárultak a befektetések efféle koncentrációjához.
- A pénzügyi szolgáltató szektorba áramlik a legtöbb befektetés.

6. ábra

SWF-befektetések szektoronként



Forrás: Maslakovic (2009:6); Deutsche Bank Research (2008:7)

A felsorolást a World Investment Report 2008 megállapításaival folytatjuk (UNCTAD 2008:20-24):

- A szuverén vagyonalapok befektetései főként a *portfólió-befektetések* csoportjába tartoznak, azaz az esetek nagy többségében nem szereznek 10%-os vagy annál nagyobb részesedést abban a vállalatban, ahova befektetnek.
- A fenti megállapításhoz azonban az is hozzátartozik, hogy napjainkban *egyre több alap lép fel közvetlen külföldi befektetőként is*, 10%-ot meghaladó részesedést szerezve valamely megcélzott vállalatban.
- A szuverén vagyonalapok befektetési politikájában bekövetkezett változás, a fokozottabb diverzifikálás és a nagyobb kockázatvállalás egyik jele, hogy az utóbbi pár évben *befektetési célponttá váltak a magántőke-, valamint a fedezeti alapok*. Ez gyakorlatilag azt jelenti, hogy – részesedést szerezve ezekben az intézményesült befektető társaságokban – eszközeik egy részét külső alapkezelőkre bízák.

A szuverén vagyonalapok befektetési politikájának tárgyalásakor elengedhetetlen, hogy ne szóljunk néhány szót a külső alapkezelők szerepéről. Ennek oka pedig az, hogy a vagyonalapok által kézben tartott eszközöknek a 44%-át¹¹ külső megbízott alapkezelők kezelik. Beszéltünk már róla, hogy a fix kamatozású eszközök alacsony hozama egyre több

¹¹ Forrás: Blancheton–Jégourel (2009:6).

vagyonalapot arra ösztönöz, hogy jobb megtérülésű befektetési lehetőségeket válasszon. Azonban a vagyonalapok menedzserei az ilyen kockázatos eszközosztályokba tartozó befektetéseket illetően gyakran nem rendelkeznek kellő tapasztalattal. Így nem ritka, hogy külső szakembereket bíznak meg bizonyos befektetések megvalósításával, legyen szó itt akár hagyományos alapkezelő társaságokról, akár specializáltaktól, mint a fedezeti alapok vagy a magántőke-társaságok. Néha egyszerűen csak költséghatékonysági szempontból is előnyösebb más alapkezelőkre bízni az eszközök egy részét, akik méretgazdaságosságukat vagy jobb lehetőségeiket kihasználva eredményesebbek (IMF 2008).

Az IMF munkacsoportja által készített felmérés során a 21 megkérdezett szuverén vagyonalap közül csak kettő jelezte, hogy eszközeik menedzselését teljes egészében „házon belül” végzi. Ezzel szemben néhányan összes eszközüket vagy eszközeik nagy részét külső alapkezelőkre bízzák. A külső alapkezelők kiválasztása egyfajta befektetési döntés a szuverén vagyonalapok számára, mely igazodik a vagyonalap stratégiájához. A fő szempont leggyakrabban a külső alapkezelő teljesítménye, de néhány vagyonalap a szervezeti struktúrát, a szakértőgárdát, valamint a külső fél befektetési filozófiáját is fontosnak tartja (Hammer et al 2008).

Az eszközök delegálásának kiváló példája a fedezeti-, valamint magántőke alapokban való részesedésszerzés. Az *Abu Dhabi Investment Authority*-nek (ADIA) két amerikai magántőkealapban is komoly pozíciója van: Ares Management (20%) és Apollo Management (9%). Az egyesült államokbeli Carlyle magántőke-alap pedig 2007 szeptemberében jelentette be, hogy 7,5 százalékos részesedést ad Abu Dhabi egy másik alapjának, a *Mubadala Development Company*-nak. S hogy a fedezeti alapokra is említsünk egy példát, az *Investment Corporation of Dubai* 2007 októberében 9,9%-os részesedést szerzett az Och-Ziff Capital Management nevű amerikai árfolyam-fedezeti alapban. Ezen kívül a dubai alap az elmúlt években öt amerikai kockázattőke-alapba is befektetett. Ezek a tranzakciók is mind azt a változást tükrözik, hogy a vagyonalapok – a korábbi gyakorlattól eltérően – már nem elsősorban amerikai államadósságba, hanem kockázatosabb, ugyanakkor magasabb hozamot kínáló lehetőségekbe fektetik vagyonukat (Blancheton–Jégourel (2009:6); Keresztes (2007)).

A befektetések mögött meghúzódó motiváció: gazdasági vs. politikai érdekek

A szuverén vagyonalapok befektetési stratégiáját illetően Demarolle–Johanet (2008) két fő alaptípust különböztet meg:

- *Portfólió menedzsereknek (portfolio managers)* nevezi az olyan alapokat, melyek befektetéseik minél szélesebb körű diverzifikálására törekednek, s elsősorban tőzsdai indexek teljesítményének függvényében eszközölnék befektetéseket. Céljuk a lehető legmagasabb hozam elérése. Az ilyen alapok nem orientálják befektetéseiket egyes kiemelt szektorokra, s nem érdekeltek többségi tulajdon megszerzésében. A diverzifikáció elvének biztosítása végett néha az egyes vállalatokban szerzett részesedések maximumértékét is meghatározzák. Ez a fajta megközelítés jellemzi például Norvégiát (Government Pension Fund Global) vagy Szingapúrt (Government of Singapore Investment Corporation).

- A *stratégiai befektetők*¹² csoportjába tartozó alapok esetében a stratégiai megközelítés sokkal nagyobb szerepet kap. Az ilyen alapok nagyobb teret engednek az iparági specializációnak, s befektetéseikkel előszeretettel céloznak meg bizonyos kiválasztott szektorokat, melyek gyakran az államigazgatás stratégiai céljait tükrözik. Arról van itt tehát szó, hogy az állam egyes iparágak fejlesztése vagy a technológiatranszfer fellendítése érdekében a szuverén vagyonalapján keresztül olyan külföldi cégek részvényeit vásárolja meg, melyek segíthetik céljai elérésében. Az ilyen alapok lehetőség szerint olyan – az országuk fejlődését elősegítő – stratégiai szektorokba fektetnek be, mint a félvezetőgyártás, autóiipar, repülőgépipar, pénzügyi szolgáltatások, valamint az infrastruktúra- és energiaipar. Ezt a stratégiát példázza Abu Dhabi Mubadala Development Company nevű alapjának 8%-os részesedésszerzése az AMD-ben (kaliforniai központú félvezetőgyártó vállalat), illetve 5%-os jelenléte a Ferrariban csakúgy, mint a Qatar Investment Authority 20%-os része a londoni értéktőzsdében. Persze nem általános érvényű, de elmondhatjuk, hogy az ilyen típusú befektetések koncentráltabbak, nagyobb súlyúak, s a befektetés tárgyát képező vállalat vezetésébe való beavatkozás is erőteljesebb.

Habár passzív befektetőkként ismertük meg a szuverén vagyonalapokat, az elmúlt években egyre gyakrabban találkozhattunk komoly részesedésszerzést eredményező, időnként stratégiai célú tranzakciókkal, vállalatfelvásárlásokkal, melyek mind azt jelzik, hogy a szuverén vagyonalapok a nemzetközi részvénytőzsdék egyre aktívabb szereplőivé válnak. Ez az esetenként már-már agresszívvá váló befektetői magatartás nem egy fejlett országban komoly aggodalmak forrásává vált.

Radon-Thaler (2008) arra hívja fel a figyelmet, hogy a szuverén vagyonalapokat nem szabad ugyanolyan módon kezelni, mint a többi hagyományos külföldi befektetőt, ugyanis az ilyen alapok befektetései mögött mindig valamely állam áll. Amikor tehát részesedést szereznek egy vállalatban, akkor az azt jelenti, hogy az a vállalat már nem teljes egészében magánbefektetők tulajdona, hanem megjelenik valamely állam szerepvállalása. Ha ez az adott állam ugyanúgy viselkedik, mint a magánbefektetők, azaz kizárólag a profitmaximalizálás motiválja, akkor nincs semmi okunk arra, hogy megkülönböztessük egyéb befektetőktől. Ez igaz is például a fenti csoportosítás 'portfólió-menedzser' típusú befektetői esetében. Azonban köztudott, hogy egy államnak bizony sok esetben a gazdasági célok mellett politikai érdekei is vannak, melyeket részvényesként érvényre is juttathat. A vagyonalap-tulajdonos állam a kérdéses vállalat belső információihoz, kulcsfontosságú szaktudásához hozzájutva például elősegítheti valamely hazai iparág fellendítését. Előfordulhat az is, hogy – megfelelő hatalom birtokában – bezárhatja a vállalkozást, vagy delokalizálja a termelést. Egyértelműen stratégiai célt tükröz, amikor egy alap azért fektet be bizonyos vállalatokba, például olajtársaságokba, hogy országának nyersanyagellátását biztosítsa.

Mindezidáig úgy tűnik, hogy a szuverén vagyonalapok nem éltek ilyesféle politikai befolyással, s közülük többen is kinyilatkoztatták, hogy elkerülik a stratégiai pozíciók megszerzésével járó befektetéseket. A vagyonalapok tehát láthatólag távol akarnak maradni a politikai zsarolás és kémkedés mindenféle gyanújától (*Balin 2008*).

¹² Demarolle – Johanet (2008) munkájában a "befektetési alap" (investment funds) elnevezést használja erre a csoportra. Véleményem szerint a stratégiai befektetők elnevezés kifejezőbb, így én az utóbbit használom a csoportosítás során, illetve a későbbiekben is.

Konklúzió

A szuverén vagyonalapok jelenléte és térnyerése tagadhatatlanul a nemzetközi gazdaságban végbemenő vagyónátrendeződésnek, a felzárkózó piaci gazdaságok erősödésének a jele. A pénzügyi rendszert a közelmúltban megrázó gazdasági világválság egyértelműen arra hívta fel a figyelmet, hogy hatalmas tőkeállomány halmozódik egyes közel-keleti, valamint ázsiai államok tulajdonában. Habár a politikai érdekeltségű befektetésektől tartva sok fejlett nyugati ország fenntartással kezeli az ilyen alapokat, a gazdasági válság során tanúsított segítséget nyújtó magatartásuk jelentősen javított megítélésükön. Érdemes tehát megvizsgálni a vagyonalapoknak a hitelválságban betöltött szerepét, valamint növekvő térnyerésük kapcsán a gazdasági és pénzügyi rendszerre gyakorolt hatásukat. Vizsgálandó továbbá az átláthatóság hiánya is, mely abból ered, hogy az alapok működésükkel, befektetéseikkel kapcsolatban meglehetősen kevés információt szolgáltatnak.

Hivatkozások

- Aizenman J., Glick R. (2008): *Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance*. Federal Reserve Bank of San Francisco. Working Paper Series. December 2008. Working Paper 2008-33. <http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2008/wp08-33bk.pdf> Letöltve: 2009.04.22.
- Balin B. J. (2008): *Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis*. The Johns Hopkins University School of Advanced International Studies (SAIS), Washington DC 20036, USA. 21 March 2008. <https://jscholarship.library.jhu.edu/bitstream/handle/1774.2/32826/Sovereign%20Wealth%20Funds%20A%20Critical%20Analysis%20032008.pdf?sequence=3> Letöltve: 2009.03.15.
- Beck R., Fidora M. (2008): *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*. European Central Bank, Occasional Paper Series. No. 91. July 2008. <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf> Letöltve: 2009.03.15.
- Blancheton B., Jégourel Y. (2009): *Les fonds souverains: un nouveau mode de régulation du capitalisme financier?* Revue de la régulation (En ligne), No. 5./ 1er semestre 2009, mis en ligne le 11 juin 2009. URL: <http://regulation.revues.org/index7500.html> Letöltve: 2009.08.13.
- Deloitte (2008): *Insurance Firms: The Missing Link in the Sovereign Wealth Fund Acquisition Spree*. A Deloitte Research Report. 2008. https://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/ie_FS_InsuranceFirmsMissingLinkInTheSovereignWealthFundAcquisitionSpree.pdf Letöltve: 2009.04.11.
- Demarolle A., Johanet H. (2008): *Rapport sur les Fonds Souverains*. La Documentation française. Ministère de l'économie, de l'industrie et de l'emploi. Paris, mai 2008. Letöltve: 2009.09.19. <http://lesrapports.ladocumentationfrancaise.fr/BRP/084000299/0000.pdf>
- Deutsche Bank Research (2008): *SWFs and foreign investment policies – un update*. Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main. 22 October 2008. http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000232851.pdf Letöltve: 2009.08.23.
- Ebrahim-Zadeh C. (2003): *Back to Basics – Dutch Disease: Too much wealth managed unwisely*. Finance and Development, A quarterly magazine of the IMF. March 2003. Volume 40. No. 1. Letöltve: 2009.07.05. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2003/03/ebr.htm>
- El Hafdhi R. (2008): *A l'origine des fonds souverains*. Éclairages – Crédit Agricole. In: Problèmes économiques (2008), le 2 juillet 2008. No. 2.951., p. 3.
- Gieve J. (2008): *Sovereign wealth funds and global imbalances*. BIS Review 31/2008. Sovereign Wealth Management Conference, London, 14 March 2008. <http://www.bis.org/review/r080319d.pdf> Letöltve: 2009.08.16.
- Hammer C., Kunzel P., Petrova I. (2008): *Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices*. International Monetary Fund Working Paper. WP/08/254. November 2008. Letöltve: 2009.08.13. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1316722#

- IMF (2008): *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*. International Monetary Fund. 29 February 2008. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf> Letöltve: 2009.04.06.
- Keresztes Imre (2007): *Arab pénzek nyugaton. Eredeti elhalmozás*. HVG, 2007. december 8. (29. évf.) 49.(1489.) sz. 110-112. o.
- Lyons G. (2007): *State capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Funds*. Standard Chartered., 13 November 2007. http://banking.senate.gov/public/ files/111407_Lyons.pdf Letöltve: 2009.07.26.
- Maslakovic M. [2009]: *Sovereign Wealth Funds 2009*. International Financial Services London. IFSL Research. March 2009. http://www.ifsl.org.uk/upload/CBS_Sovereign%20Wealth%20Funds%202009.pdf Letöltve: 2009.07.26.
- McNatt R. (2009): *The Tables Have Turned on Big Energy Players*. Business Week, Investing. 23 March 2009. http://www.businessweek.com/investor/content/mar2009/pi20090320_419083.htm?campaign_id=rss_daily Letöltve: 2009.07.28.
- Odonnat I. (2008): *Les conditions d'une contribution positive des fonds souverains à l'économie mondiale*. Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Emploi. Direction générale du Trésor et de la Politique économique. Trésor-Éco. Lettre No. 28., Janvier 2008. http://www.dgtpe.bercy.gouv.fr/TRESOR_ECO/francais/pdf/2008-002-28.pdf Letöltve: 2009.07.24.
- Prometheus (2009): *Mythe et réalités des fonds souverains*. Fondation Prometheus, Le premier do tank français. Février 2009. <http://www.fondation-prometheus.org/Ressources/mythesetrealiteFS.pdf> Letöltve: 2009.08.05.
- Radon J., Thaler J. (2008): *Fonds souverains: le retour du capitalisme d'Etat*. In: Problèmes économiques (2008), le 2 juillet 2008. No. 2.951., p. 20.
SWF Institute: <http://www.swfinstitute.com/>
- The Economist (2008): *Asset-backed insecurity*. The Economist, 19 January 2008. Volume 386. No. 8563.
- Truman E. M. (2008): *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices*. Peterson Institute for International Economics, Policy Brief No. PB08-3, Washington DC. April 2008. <http://www.iie.com/publications/pb/pb08-3.pdf> Letöltve: 2009.07.26.
- UNCTAD (2008): *World Investment Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge*. United Nations Conference on Trade and Development. United Nations, New York and Geneva, 2008.
- Várad Balázs (2006): *Miért folyik a csata? Avagy a 8000 milliárd átka*. Élet és Irodalom, L. évfolyam, 44. szám, 2006. november 3. <http://www.es.hu/index.php?view=doc;14897> Letöltve: 2009.07.05.
- Weisman (2007): *Sovereign Wealth Funds*. The New York Times. 3 Dec. 2007. http://topics.nytimes.com/topics/reference/timestopics/subjects/s/sovereign_wealth_funds/index.html Letöltve: 2009.09.26.