



ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

Π.Μ.Σ. Τμήματος Διεθνών και Ευρωπαϊκών
Σπουδών

Κατεύθυνση: Διεθνής Πολιτική Οικονομία

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Θέμα:

*Ο αναδυόμενος ρόλος των Κεφαλαίων Κυρίαρχου
Πλούτου (Sovereign Wealth Funds) στην Παγκόσμια
Οικονομία*

Σπουδαστής:

Παναγιώτης Γ. Ανδρεσάκης

Επιβλέπων:

Καθηγητής κ. Παναγιώτης Ρουμελιώτης

ΑΘΗΝΑ / Μάιος 2008

Παναγιώτης Γ. Ανδρεσάκης

Ο αναδύμενος ρόλος των Κεφαλαίων Κυρίαρχου Πλούτου (Sovereign Wealth Funds) στην Παγκόσμια Οικονομία.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. Εισαγωγή	1
2. Sovereign Wealth Funds: Μια πρώτη προσέγγιση του φαινομένου	3
2.1. Τάξη μεγέθους και τάσεις ανάπτυξης	3
2.2. Παράγοντες και προϋποθέσεις που συμβάλλουν στη μελλοντική εξέλιξη των SWFs ...	7
3. Η οικονομική λογική της ίδρυσης και λειτουργίας των SWFs	10
3.1. Η προβληματική ως προς το κατάλληλο μέγεθος των κρατικών αποθεματικών.....	10
3.2. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα διαφορετικών τύπων επένδυσης πλεοναζόντων αποθεματικών.....	14
3.3. Οι σκοποί και τα πλεονεκτήματα της διαχείρισης μέσω των SWFs.....	16
4. Εννοιολογική οριοθέτηση και κατηγοριοποίηση των SWFs	19
4.1. Γενικά χαρακτηριστικά.....	19
4.2. Κατηγοριοποίηση των SWFs με βάση τις πηγές χρηματοδότησης και τους στόχους τους	21
4.3. Ορισμός εργασίας.....	23
5. Διοίκηση και επενδυτικές στρατηγικές των SWFs	25
5.1. Ποικιλία και ασάφεια ως προς την οργανωτική δομή και το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας.....	25
5.2. Επενδυτικές στρατηγικές και διάρθρωση χαρτοφυλακίου	26

6. Η τρέχουσα προβληματική: Ζητήματα και ανησυχίες που έχουν εγερθεί σχετικά με το ρόλο των SWFs στην παγκόσμια οικονομία.....	29
<i>6.1. Ο ρόλος των SWFs στο φόντο της υπό εξέλιξη χρηματοπιστωτικής κρίσης</i>	<i>29</i>
<i>6.2. Επιπτώσεις για την παγκόσμια κατανομή και τις ροές κεφαλαίου καθώς και για τις τιμές διαφόρων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων</i>	<i>30</i>
<i>6.3. Επιπτώσεις σε ό,τι αφορά στη διαφάνεια και τη σταθερότητα του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος.....</i>	<i>33</i>
<i>6.4. Επιπτώσεις σε επίπεδο οικονομικής πολιτικής και πολιτικής ασφαλείας</i>	<i>35</i>
<i>6.5. Αφορμές του προβληματισμού και κριτική που ασκείται ως προς τη βασιμότητά του</i>	<i>37</i>
7. Άμεσες ξένες επενδύσεις από αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση οικονομίες: Εξελίξεις και προοπτικές.....	39
<i>7.1. Το σύγχρονο τοπίο των Άμεσων Ξένων Επενδύσεων: Ανάπτυξη και συγκέντρωση....</i>	<i>39</i>
<i>7.2. Ο αναδυόμενος επενδυτικός ρόλος των αναπτυσσόμενων και υπό μετάβαση οικονομιών</i>	<i>41</i>
<i>7.3. Προορισμοί των εκροών ΑΞΕ του αναπτυσσόμενου κόσμου.....</i>	<i>47</i>
<i>7.4. Ο καθοδηγητικός ρόλος του κράτους</i>	<i>49</i>
8. Υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο υποδοχής των διεθνών επενδύσεων	51
<i>8.1. Έλεγχοι επί της κίνησης των κεφαλαίων: Ιστορική αναδρομή και σύγχρονες τάσεις</i>	<i>51</i>
<i>8.2. Προσπάθειες πολυμερούς συνεργασίας για τη ρύθμιση των διεθνών επενδυτικών ροών: ΟΟΣΑ και ΠΟΕ.....</i>	<i>53</i>
<i>8.3. Ρύθμιση των διεθνών επενδύσεων σε διμερή και περιφερειακή βάση: Γενικές αρχές και χαρακτηριστικά.....</i>	<i>58</i>
<i>8.4. Περιορισμοί των διεθνών επενδύσεων για λόγους προστασίας ζωτικών εθνικών συμφερόντων</i>	<i>59</i>

9. Διεθνείς αντιδράσεις και πρωτοβουλίες σε εξέλιξη για την αντιμετώπιση της παρούσας πρόκλησης των SWFs σε πολιτικό επίπεδο62

9.1. Σύνοψη της σχετικής επιχειρηματολογίας – Η πρωτοβουλία των G7 62

9.2. Διάλογος και πρωτοβουλίες στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης..... 64

9.3. Εργασίες στο πλαίσιο του ΔΝΤ 68

9.4. Η συμβολή του ΟΟΣΑ..... 72

10. Απελευθέρωση ή προστατευτισμός; Ο δυισμός της στάσης των ανεπτυγμένων έναντι των αναδυόμενων οικονομιών – Επίλογος και συμπεράσματα76

11. Βιβλιογραφία82

12. Παραρτήματα89

(1) Εισροές κεφαλαίων από SWFs και άλλους θεσμικούς επενδυτές σε τράπεζες που επλήγησαν από την κρίση των ενυπόθηκων δανείων στις ΗΠΑ (μέχρι το τέλος Ιανουαρίου 2008) 89

(2) Διασυνοριακές συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών με αξία άνω του 1 δις δολαρίων που ολοκληρώθηκαν το 2006 με αγοραστές προερχόμενους από αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση οικονομίες 90

(3) Πηγές χρηματοδότησης, ιδιοκτησιακό καθεστώς, διοικητικές δομές και επενδυτική στρατηγική / σύνθεση χαρτοφυλακίου των κυριοτέρων SWFs (Οκτ. 2007)..... 92

(4) Επιλεγμένοι ορισμοί που έχουν πρόσφατα δοθεί για τα SWFs 94

(5) Πρόσφατα παραδείγματα μεγάλων επενδυτικών κινήσεων από επενδυτικές και επιχειρηματικές οντότητες του αναπτυσσόμενου κόσμου..... 95

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ & ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Πίνακας 1. Περιουσιακά στοιχεία διαχειριζόμενα από SWFs (δισ δολάρια ΗΠΑ) – εκτίμηση ΔΝΤ με βάση στοιχεία Φεβρουαρίου 2008	5
Πίνακας 2. Δείκτες καταλληλότητας των επίσημων αποθεματικών των αναδυνάμενων οικονομιών, 2005.....	12
Πίνακας 3. Μέσο ετήσιο επίπεδο κινδύνου και αποδόσεων επενδυτικών χαρτοφυλακίων διαφορετικής σύνθεσης, 1946 – 2004.....	18
Πίνακας 4. Οι δέκα κορυφαίες αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση οικονομίες με όρους αποθέματος εκροών ΑΞΕ (σε εκατομμύρια δολάρια) το 1990 και το 2006 (σημειώνεται παράλληλα ο δείκτης επίδοσης εκροών ΑΞΕ και ο βαθμός κατάταξής τους σε αυτόν)	46
 Διάγραμμα 1. Σωρευτικός Δείκτης Τιμών Βασικών Προϊόντων (μη ενεργειακών και πετρελαίου) από το 2000 ως τις 5/3/2008	3
Διάγραμμα 2. Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών και Καθαρά Συναλλαγματικά Διαθέσιμα ως ποσοστό του παγκόσμιου ΑΕΠ, 1997-2006 (οι τιμές μετά το 2006 αφορούν εκτιμήσεις)	4
Διάγραμμα 3. Κατάταξη των σημαντικότερων SWFs από την τράπεζα Standard Chartered (Οκτ. 2007) με κριτήριο την επενδυτική τους συμπεριφορά και το επίπεδο διαφάνειας της λειτουργίας τους.....	27
Διάγραμμα 4. Ετήσια αύξηση των παγκόσμιων επίσημων αποθεματικών και του δημοσίου χρέους ΗΠΑ, ΗΒ και Ευρωζώνης (σε δισ δολάρια) για την περίοδο 2000 -2007.....	31
Διάγραμμα 5. Παγκόσμιες εισροές ΑΞΕ 1980 – 2006 (σε δισ δολάρια).....	41
Διάγραμμα 6. Βαθμός συγκέντρωσης των εισροών ΑΞΕ: μερίδιο (%) των κορυφαίων αποδεκτών (1980 – 2005)	41
Διάγραμμα 7. Εκροές ΑΞΕ από αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση οικονομίες (1980 – 2005)	42
Διάγραμμα 8. Παγκόσμιες εκροές ΑΞΕ κατά περιφέρεια (σε δισ δολάρια), 2005 – 2006	44
Διάγραμμα 9. Μερίδιο (%) των σημαντικότερων υπεράκτιων οικονομικών κέντρων στις εκροές ΑΞΕ από τις αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση οικονομίες (1980 – 2005)	45
Διάγραμμα 10. Διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές από επιχειρήσεις εδρεύουσες σε χώρες εκτός ΟΟΣΑ (αξία σε δισ δολάρια).....	48

ΑΡΚΤΙΚΟΛΕΞΑ – ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

ΑΕΠ	Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
ΑΞΕ	Άμεσες Ξένες Επενδύσεις
ΔΝΤ	Διεθνές Νομισματικό Ταμείο
ΔΣΕ	Διμερής Συμφωνία (Προστασίας) Επενδύσεων
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕΚ	Ευρωπαϊκές Κοινότητες
ΕΚΚ	Έλεγχοι Κίνησης Κεφαλαίων
ΕΜ	Εθνική Μεταχείριση
ΗΑΕ	Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα
ΗΒ	Ηνωμένο Βασίλειο
ΗΠΑ	Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής
ΜΕΚ	Μάλλον Ευνοούμενο Κράτος
ΟΗΕ	Οργανισμός Ηνωμένων Εθνών
ΟΟΣΑ	Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης
ΠΟΕ	Παγκόσμιος Οργανισμός Εμπορίου
BITs	Bilateral Investment Treaties
EC	European Communities
EIA	Energy Information Administration
EU	European Union
FDI	Foreign Direct Investment
IEA	International Energy Agency
IMF	International Monetary Fund
GATS	General Agreement on Trade in Services
GATT	General Agreement on Tariffs and Trade
GCC	Gulf Cooperation Council
MAI	Multilateral Agreement on Investment
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
SWFs	Sovereign Wealth Funds
TRIMs	Trade Related Investment Measures
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development

1. Εισαγωγή.

Τα επενδυτικά σχήματα που είναι γνωστά στη διεθνή βιβλιογραφία ως Sovereign Wealth Funds (SWFs)¹ εμφανίστηκαν για πρώτη φορά τη δεκαετία του 1950, όταν ορισμένες από τις σημαντικότερες χώρες εξαγωγής βασικών εμπορευμάτων, ιδίως χώρες πλούσιες σε κοιτάσματα πετρελαίου και πρώτες ύλες, άρχισαν να αναζητούν τρόπους αποδοτικότερης επένδυσης των συσσωρευόμενων συναλλαγματικών τους διαθεσίμων.² Αξίζει να παρατηρήσουμε ότι ενώ τα εν λόγω σχήματα υφίστανται σε διάφορες μορφές για διάστημα μεγαλύτερο των πενήντα ετών, κατά την τελευταία δεκαετία γνώρισαν ταχεία ανάπτυξη (πάνω από 20 νέα έχουν ιδρυθεί μετά το 2000), καθιστάμενα – όπως θα προσπαθήσουμε να δείξουμε – επενδυτική πηγή συστημικής σημασίας. Ο πολλαπλασιασμός των SWFs και κυρίως η ταχύτατη αύξηση του όγκου των κεφαλαίων που διαχειρίζονται, τάσεις οι οποίες εκτιμάται ότι θα συνεχιστούν αμείωτες τα επόμενα χρόνια, έχουν οδηγήσει πρόσφατα στην ανάπτυξη μιας έντονης προβληματικής σχετικά με το ρόλο τους στην παγκόσμια οικονομία. Η προβληματική αυτή επικεντρώνεται σε δύο κυρίως ζητήματα: Αφενός, στον κρατικό έλεγχο των SWFs, που ενδεχομένως συνεπάγεται την ύπαρξη πέραν των οικονομικών και πολιτικών σκοπιμοτήτων πίσω από τις επενδυτικές τους κινήσεις. Αφετέρου, στην αδιαφάνεια που χαρακτηρίζει τα περισσότερα ως προς τις διαχειριστικές αλλά και επενδυτικές τους πρακτικές και η οποία εικάζεται ότι μπορεί να θέσει σε κίνδυνο τη σταθερότητα των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών.

Στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας θα επιχειρήσουμε, αφενός, να παρουσιάσουμε τις τάσεις και τους προσδιοριστικούς παράγοντες ανάπτυξης των SWFs, καθώς και τις κύριες παραμέτρους της προβληματικής που έχει δημιουργηθεί σχετικά με αυτά και, αφετέρου, να εκθέσουμε και να σχολιάσουμε τα επιχειρήματα και τις λύσεις που συζητούνται σχετικά με την αντιμετώπιση των προκλήσεων που τα περιβάλλουν. Για το σκοπό αυτό θα προσπαθήσουμε να αναδείξουμε την οικονομική λογική που διέπει την ίδρυση και λειτουργία τους αλλά και να τα εντάξουμε στην συνολικότερη δυναμική των επενδυτικών ροών που προέρχονται από τις αναδυόμενες οικονομίες.

¹ Στα ελληνικά μπορούν να αποδοθούν ως Κεφάλαια Κυρίαρχου Πλούτου ή Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία, μετάφραση την οποία χρησιμοποιεί στα κείμενά της και η Ε. Επιτροπή.

² Ως πρώιμα παραδείγματα τέτοιων σχημάτων συνήθως αναφέρονται το Kuwait Investment Board που ιδρύθηκε το 1953 από την τότε βρετανική διοίκηση του Κουβέιτ (οκτώ χρόνια πριν την ανεξαρτητοποίησή του) με σκοπό την επένδυση των πλεονασμάτων από τα πετρελαϊκά έσοδα, καθώς και το Ταμείο Σταθεροποίησης Εισοδήματος του Κιριμπάτι (Kiribati Revenue Equalization Reserve Fund) που ιδρύθηκε το 1956 από τις βρετανικές αρχές των νήσων Gilbert στη Μικρονησία για την επένδυση φορολογικών εσόδων από τις εξαγωγές φωσφορικών αλάτων (λιπασμάτων) της περιοχής αυτής (βλ. σχετικά, Kern 2007: σ. 4).

Επιπλέον, θα δοκιμάσουμε να σκιαγραφήσουμε το θεσμικό πλαίσιο που έχει διαμορφωθεί για την προώθηση και υποδοχή των επενδύσεων διεθνώς και να τοποθετήσουμε σε αυτό τις αντιδράσεις που αφορούν ειδικότερα στα SWFs, παρουσιάζοντας τις κυριότερες πρωτοβουλίες που έχουν αναληφθεί σε πολυμερές επίπεδο για την αντιμετώπισή τους. Τέλος, με βάση τα πορίσματα της ανάλυσης αυτής, θα επιχειρήσουμε, συμπερασματικά, να συνδέσουμε το ρόλο των SWFs με τη γενικότερη κατάσταση της διεθνούς οικονομίας και ιδιαίτερα με την προβληματική των παγκόσμιων ανισορροπιών, καθώς και με τις προοπτικές για την ανάδειξη μιας νέας μορφής οικονομικής διακυβέρνησης, που θα αποσκοπεί στην άρση των σημερινών αδιεξόδων.

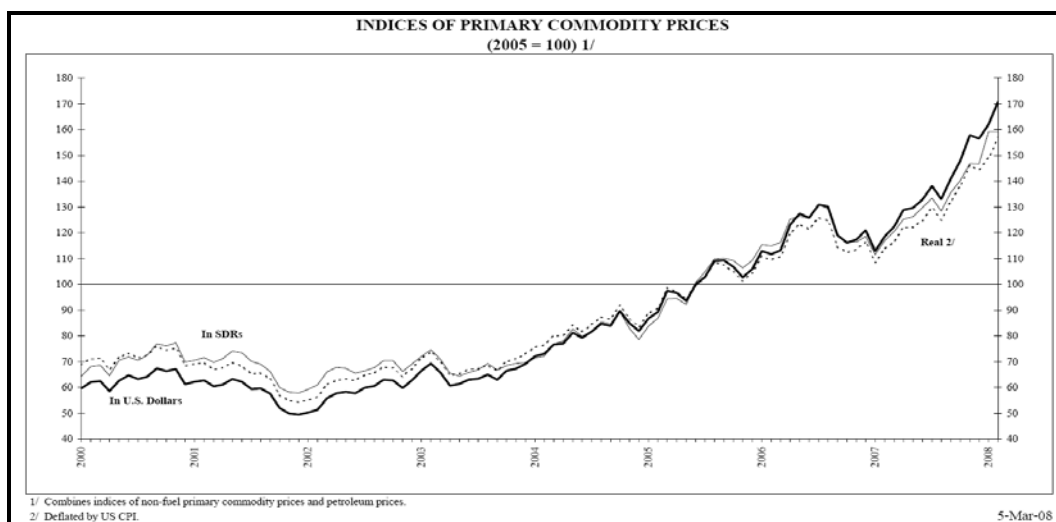
2. Sovereign Wealth Funds: Μια πρώτη προσέγγιση του φαινομένου.

2.1. Τάξη μεγέθους και τάσεις ανάπτυξης

Ο πολλαπλασιασμός αλλά και το αυξανόμενο μέγεθος των SWFs τα τελευταία χρόνια αντανακλά ευθέως την επιτάχυνση της συσσώρευσης συναλλαγματικών διαθεσίμων σε πολλές αναδυόμενες οικονομίες, ως συνέπεια τόσο της σημαντικής αύξησης των τιμών του πετρελαίου καθώς και άλλων βασικών (μη ενεργειακών) προϊόντων, όσο και των διογκούμενων πλεονασμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών πολλών (ασιατικών κυρίως) κρατών (βλ. διαγράμματα 1 και 2).

Η αύξηση του όγκου των επίσημων αποθεματικών υπήρξε παγκοσμίως θεαματική, με ρυθμούς της τάξης του 13% ετησίως κατά την τελευταία δεκαετία, οι οποίοι μάλιστα άγγιξαν το 20% τα προηγούμενα πέντε χρόνια. Είναι δε χαρακτηριστικό ότι οι αναπτυσσόμενες οικονομίες πρωταγωνίστηκαν στη συσσώρευση αυτή, αυξάνοντας το μερίδιό τους επί των παγκοσμίων συναλλαγματικών διαθεσίμων από 53% το 1996 σε 67% δέκα χρόνια αργότερα.³ Άλλωστε, και η ίδια η γεωγραφική κατανομή των SWFs (όπως απεικονίζεται παρακάτω στον πίνακα 1) επιβεβαιώνει τη στενή συσχέτιση της ανάπτυξης τους με τη διαδικασία συσσώρευσης αποθεματικών από τις αναδυόμενες οικονομίες.

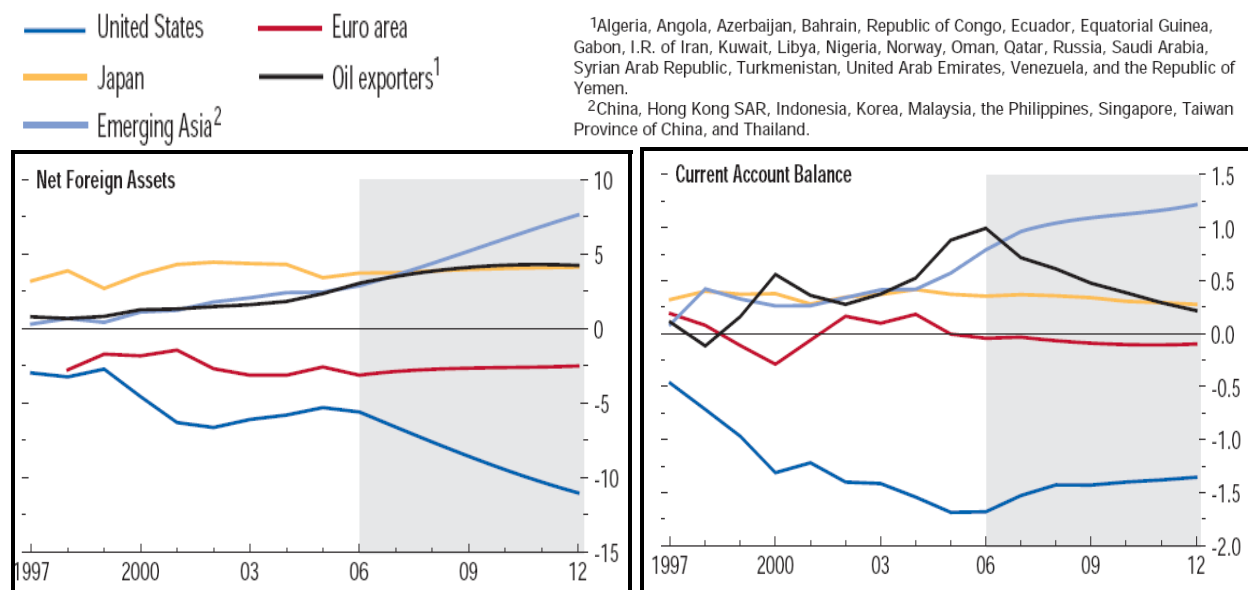
Διάγραμμα 1: Σωρευτικός Δείκτης Τιμών Βασικών Προϊόντων (μη ενεργειακών και πετρελαίου) από το 2000 ως τις 5/3/2008.



Πηγή: <http://www.imf.org/external/np/res/commmod/chart1.pdf>

³ Kern 2007: σσ. 6-8. Με βάση στοιχεία του Υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ (US Treasury 2006: σ. 1), οι δέκα χώρες με τα μεγαλύτερα συναλλαγματικά διαθέσιμα (εξαιρουμένου του χρυσού) αύξησαν τα αποθεματικά τους κατά ποσοστά που κυμάνθηκαν από 13% (Χόνκ – Κόνγκ) μέχρι και 510% (Ρωσία) μεταξύ Ιουνίου 2002 και Ιουνίου 2006, ενώ είναι χαρακτηριστικό ότι επτά από τις χώρες αυτές κατατάσσονται στις αναπτυσσόμενες οικονομίες.

Διάγραμμα 2: Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών και Καθαρά Συναλλαγματικά Διαθέσιμα ως ποσοστό του παγκόσμιου ΑΕΠ, 1997-2006 (οι τιμές μετά το 2006 αφορούν εκτιμήσεις).



Πηγή: IMF 2007b: σ. 23

Σύμφωνα με πρόσφατους υπολογισμούς του ΔΝΤ, το σύνολο το ξένων χρηματοοικονομικών στοιχείων που έχουν συσσωρευθεί από κράτη αποτελείται σήμερα από περίπου 7 τρις δολάρια υπό μορφή επίσημων αποθεματικών (περιλαμβανομένων των αποθεμάτων χρυσού), καθώς και από επιπλέον 2 με 3 τρις δολάρια υπό μορφή SWFs.⁴ Κατά τον ίδιο οργανισμό, τα συνολικά αυτά περιουσιακά στοιχεία (επίσημα αποθεματικά και SWFs) θα συνεχίζουν να αυξάνονται κατά 800 με 900 δις δολάρια ανά έτος, ανερχόμενα σε περίπου 12 τρις δολάρια μέχρι το 2012,⁵ εκτίμηση που οδηγεί σε προβολές σύμφωνα με τις οποίες τα κεφάλαια που διαχειρίζονται τα SWFs θα ανέλθουν σε 6 έως 10 τρις δολάρια ως το 2013.⁶ Από την πλευρά της η Deutsche Bank⁷ εκτιμά ότι αν η συσσώρευση των επίσημων αποθεματικών συνεχιστεί με το μέσο ετήσιο ρυθμό της προηγούμενης δεκαετίας (περίπου 13%), τα SWFs θα ξεπεράσουν τα 10 τρις δολάρια ως το 2016, ενώ με βάση το ακόμα πιο αισιόδοξο σενάριο της διατήρησης του ετήσιου ρυθμού αύξησης της τελευταίας πενταετίας (20%) θα πλησιάσουν τα 20 τρις. Σύμφωνα δε με τη Morgan Stanley, τα περιουσιακά στοιχεία των SWFs πιθανότατα θα ξεπεράσουν σε όγκο τα επίσημα αποθεματικά πριν από το 2011, ανερχόμενα σε 12 τρις δολάρια ως το 2015.⁸ Σε κάθε περίπτωση είναι απαραίτητο να τονιστεί ότι οι

⁴ IMF 2008a: σ. 6.

⁵ IMF 2007a: σ. 45.

⁶ IMF 2008a: σ. 6.

⁷ Kern 2007: σ. 7, πίνακας 7.

⁸ Jen 2007: σ. 4. Ανάλογες είναι και οι προβλέψεις της τράπεζας Standard Chartered, η οποία (σε έκθεση που δημοσίευσε τον Οκτώβριο του 2007) εκτιμά ότι τα κεφάλαια των SWFs θα ανέλθουν στα 13,4 τρις δολάρια εντός της επόμενης δεκαετίας. Για μια περίληψη του περιεχομένου της εν λόγω έκθεσης, βλ. Wolf 2007 και Min 2007.

εκτιμήσεις σχετικά με το παρόν αλλά και μελλοντικό μέγεθος των SWFs διαφέρουν σημαντικά τόσο λόγω της ποικιλίας του εύρους των ορισμών που έχουν δοθεί σε αυτά, όσο και λόγω της έλλειψης διαφάνειας που χαρακτηρίζει τα περισσότερα. Πάντως, σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα στοιχεία (Απρίλιος 2008) που έχουν συγκεντρώσει παράγοντες της αγοράς, φαίνεται ότι τα SWFs αναπτύσσονται ταχύτερα από άλλες κατηγορίες επενδυτών, παρουσιάζοντας μεγέθυνση κατά 18% εντός του 2007.⁹

Πίνακας 1: Περιουσιακά στοιχεία διαχειριζόμενα από SWFs (δισ δολάρια ΗΠΑ) – εκτίμηση ΔΝΤ με βάση στοιχεία Φεβρουαρίου 2008.¹⁰

Χώρα Προέλευσης	Ονομασία Ταμείου	Έτος ίδρυσης	Ύψος Περιουσιακών Στοιχείων – δισ \$ (εκτιμώμενο εύρος)	
			Χαμηλή τιμή	Υψηλή τιμή
Ι. Χώρες εξαγωγείς Πετρελαίου και Αερίου				
Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα	Abu Dhabi Investment Authority	1976	250	875
Νορβηγία	Government Pension Fund-Global	1990	380	380
Σαουδική Αραβία *	<i>Δεν έχει δοθεί επίσημα καθορισμένο όνομα</i>	N/A	289	289
Κουβέιτ	Reserve Fund for the Future Generations/ Government Reserve Fund	1953	213	213
Ρωσία	1) Reserve Fund	2004	125	125
	2) National Welfare Fund	2004	32	32
Λιβύη	Libyan Investment Corporation	1981	50	50
Κατάρ	State Reserve Fund/Stabilization fund	2000	30	50
Αλγερία	Reserve Fund/Revenue Regulation Fund	2000	43	43
ΗΠΑ (Αλάσκα)	Alaska Permanent Reserve Fund	1976	40	40
Μπρουνέι	Brunei Investment Authority	1983	30	30
Καζαχστάν	National Fund	2000	21	21
Μαλαισία	Khazanah Nasional BHD	1993	19	19
Καναδάς	Alberta Heritage Savings Trust Fund	1976	16	16
Νιγηρία	Excess Crude Account	2004	11	11
Ιράν	Oil Stabilization Fund	1999	9	9
Αζερμπαϊτζάν	State Oil Fund	1999	2,5	2,5
Ομάν	State General Reserve Fund	1980	2	2
Τιμόρ – Λέστε	Petroleum Fund of Timor-Leste	2005	1,4	1,4
Βενεζουέλα	FIEM - Macroeconomic Stabilization Fund	1998	0,8	0,8
Τρινιντάντ & Τομπάγκο	Revenue Stabilization Fund	2000	0,5	0,5

⁹ IFSL 2008: σσ. 1-2.

¹⁰ Για πιο αναλυτικά στοιχεία σχετικά με το μέγεθος, τη διοικητική διάρθρωση και το επενδυτικό προφίλ των κυριότερων SWFs, βλ. **Παράρτημα 3**.

Χώρα Προέλευσης	Ονομασία Ταμείου	Έτος ίδρυσης	Ύψος Περιουσιακών Στοιχείων – δις \$ (εκτιμώμενο εύρος)	
II. Ασιατικές Εξαγωγικές Χώρες				
Σιγκαπούρη	1) Government Investment Corporation	1981	100	330
	2) Temasek Holdings	1974	108	108
Κίνα	China Investment Corporation	2007	200	200
Ν. Κορέα	Korea Investment Corporation	2005	30	30
Ταϊβάν (κινεζική επαρχία)	National Stabilisation Fund	2000	15	15
III. Λοιπές Χώρες				
Αυστραλία	Australian Future Fund	2004	54	54
Χιλή	1) Economic and Social Stabilization Fund	2006	14,9	14,9
	2) Pension Reserve Fund	2006	1,5	1,5
Μποτσουάνα *	Pula Fund	1993	4,7	4,7
Κιριμπάτι	Revenue Equalization Fund	1956	0,4	0,4
Σύνολο			2.093	2.968

* Τα κεφάλαια αποτελούν μέρος των επενδύσεων των Κεντρικών Τραπεζών των συγκεκριμένων χωρών
Πηγές: IMF 2008a σ. 7, IMF 2007a: σσ. 48-9, IFSL 2008: σ. 3, Kern 2007: σ. 3 (επεξεργασία από το γράφοντα).

Όπως φαίνεται από τον προηγούμενο πίνακα, τα κεφάλαια των SWFs παρουσιάζουν υψηλή τομεακή αλλά και γεωγραφική συγκέντρωση, καθώς σχεδόν το 75% αυτών ανήκουν σε χώρες εξαγωγείς υδρογονανθράκων, ενώ ένα ποσοστό περίπου 82 ως 87% (ανάλογα με τα εκτιμώμενα μεγέθη) ελέγχονται από επτά μόνο χώρες (ΗΑΕ, Νορβηγία, Σαουδική Αραβία, Κουβέιτ, Ρωσία, Σιγκαπούρη και Κίνα). Σε ό,τι δε αφορά στο συνολικό ύψος τους, αυτό είναι ακόμα πολύ μικρό σε σύγκριση με άλλα μεγέθη όπως τα 53 τρις δολάρια που συνολικά ελέγχονται από θεσμικούς επενδυτές (π.χ. συνταξιοδοτικά ταμεία και ασφαλιστικές εταιρείες), τα 50,8 τρις δολάρια που αντιπροσωπεύει η συνολική κεφαλαιοποίηση των διεθνών χρηματαγορών ή το σύνολο των παγκόσμιων χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (χρεογράφων, μετοχών και τραπεζικών αποθεματικών) που ανέρχονταν σε 190,4 τρις δολάρια το 2006.¹¹ Ωστόσο, ξεπερνά τα περίπου 1 με 1,7 τρις δολάρια που εκτιμάται ότι αντιστοιχούν στο σύνολο των κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds) παγκοσμίως, καθώς και τα 700 δις με 1,1 τρις δολάρια που υπολογίζεται ότι αντιπροσωπεύουν τα ιδιωτικά κεφάλαια μετοχικών συμμετοχών (private equity funds) – αν και, όπως επισημαίνει το ΔΝΤ, η σύγκριση αυτή είναι κάπως παραπλανητική, στο βαθμό που αυτές οι

¹¹ Για μια σύγκριση με τους δείκτες αυτούς καθώς και με άλλα μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας, βλ. IMF 2007a: σ. 139, πίνακας 3.

κατηγορίες επενδυτικών κεφαλαίων χαρακτηρίζονται, σε αντίθεση με τα SWFs, από πολύ υψηλό βαθμό μόχλευσης.¹²

Το μέγεθος αυτό των SFWs είναι ήδη αρκετά σημαντικό ώστε να τα καθιστά παίκτες συστημικής σημασίας, ειδικά έναντι των αναδυόμενων αγορών: Είναι χαρακτηριστικό ότι η συνολική αξία των διαπραγματεύσιμων χρηματιστηριακών τίτλων στις κεφαλαιαγορές Αφρικής, Μέσης Ανατολής και αναδυόμενης Ευρώπης υπολογίζεται σε μόλις 4 τρις δολάρια, ενώ περίπου αντίστοιχο είναι και το μέγεθος των αξιών αυτών σε ολόκληρη τη Λατινική Αμερική.¹³ Σύμφωνα δε με ορισμένες εκτιμήσεις, εάν τα SWFs επενδύσουν έστω 10% του χαρτοφυλακίου τους στις αναπτυσσόμενες οικονομίες κατά την επόμενη δεκαετία, θα εισρεύσουν σε αυτές κεφάλαια της τάξης των 1,4 τρις δολαρίων, ποσό που θα ξεπερνά τη συνολική επίσημη βοήθεια των χωρών του ΟΟΣΑ προς τις οικονομίες αυτές.¹⁴

2.2. Παράγοντες και προϋποθέσεις που συμβάλλουν στη μελλοντική εξέλιξη των SWFs

Με βάση τα προηγούμενα, είναι προφανές ότι η ανάπτυξη των SWFs ως εναλλακτικών μορφών διαχείρισης του κρατικού πλούτου εξαρτάται πρωτίστως από τους ρυθμούς συσσώρευσης του πλούτου αυτού (δηλ. την αφθονία και βιωσιμότητα των πηγών του) και δευτερευόντως από τις πολιτικές που θα καθορίσουν στο μέλλον την αξιοποίησή του. Οι προβλέψεις που παρουσιάστηκαν νωρίτερα, σχετικά με την αύξηση των επίσημων αποθεματικών πολλών αναδυόμενων οικονομιών και τη συνακόλουθη εκτροπή μέρους αυτών σε SWFs, βασίζονται σε μεγάλο βαθμό στην υπόθεση ότι οι συνθήκες που οδήγησαν στα αποτελέσματα αυτά θα συνεχισθούν απρόσκοπτα. Ωστόσο, οι προβολές αυτές υπόκεινται σε σημαντικές οικονομικές αλλά και πολιτικές αβεβαιότητες, που αφορούν στο γενικότερο ρυθμό ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας, στη διατήρηση της ανταγωνιστικότητας των αναδυόμενων χωρών, καθώς και στη διαμόρφωση των τιμών των βασικών προϊόντων και ειδικότερα του πετρελαίου. Συνοψίζοντας τις προϋποθέσεις συνέχισης των σημερινών τάσεων συσσώρευσης, θα λέγαμε ότι αυτές είναι κυρίως οι ακόλουθες:

¹² IMF 2008a: σσ. 6 και 8-9. Όπως αναφέρει ο αναλυτής του ΔΝΤ Simon Johnson, το επίπεδο μόχλευσης (δηλαδή η αναλογία δανεισμού προς ίδια κεφάλαια) πολλών hedge και private equity funds αγγίζει το 10: 1 ή και περισσότερο για ορισμένες από τις επενδυτικές δραστηριότητες που αναλαμβάνουν, γεννώντας προβληματισμό για τους κινδύνους που πιθανώς συνεπάγονται τέτοιες πρακτικές σε σχέση με τη σταθερότητα του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος (Johnson 2007).

Για συγκρίσεις των SWFs με τις εν λόγω κατηγορίες επενδυτικών κεφαλαίων, βλ. επίσης, Wolf 2007, Kern 2007: σ. 5, Telsik 2008 και Portman 2008: σ. 26.

¹³ Johnson 2007.

¹⁴ Santiso 2008. Πρβλ. και τα όσα αναφέρονται στο κεφάλαιο 7 της παρούσας εργασίας σχετικά με την εξέλιξη και της διαφαινόμενες τάσεις των ροών ΑΞΕ μεταξύ των οικονομιών του αναπτυσσόμενου κόσμου.

- Σε ό,τι αφορά στις αναδυόμενες (κυρίως ασιατικές) βιομηχανικές οικονομίες: α) Η διατήρηση του υπάρχοντος μοντέλου κατανάλωσης και παραγωγής, το οποίο συντηρεί και διογκώνει τις ανισοροπίες των εμπορικών ισοζυγίων, με τις προηγμένες οικονομίες σε ρόλο καταναλωτών της παραγωγής των αναδυόμενων. β) Παράλληλα, η μη μεταβολή της πολιτικής συναλλαγματικών ισοτιμιών που ακολουθούν αρκετές αναπτυσσόμενες χώρες, κρατώντας τα νομίσματά τους τεχνητά υποτιμημένα έναντι των εμπορικών τους εταίρων.¹⁵ Ωστόσο, μελλοντικές εξελίξεις οι οποίες θα μπορούσαν να μετριάσουν τις παγκόσμιες ανισοροπίες κατά τα επόμενα χρόνια περιλαμβάνουν τόσο την ενίσχυση της εσωτερικής ζήτησης στις αναδυόμενες οικονομίες, με αποτέλεσμα τη μείωση των πλεονασμάτων τους (λόγω αύξησης των εισαγωγών), όσο και την αύξηση του επιπέδου της εγχώριας αποταμίευσης στους εμπορικούς τους εταίρους (κυρίως τις ΗΠΑ), που θα είχε το αντίστροφο αποτέλεσμα (μείωση της ζήτησης και των εισαγωγών και συνακόλουθα των ελλειμμάτων του ισοζυγίου εξωτερικών πληρωμών).¹⁶ Αξίζει, πάντως, να τονιστεί ότι τα επίσημα αποθεματικά που τηρούνται από τις κεντρικές τράπεζες ασιατικών εξαγωγικών χωρών δείχνουν να αυξάνονται με ταχύτερο ρυθμό από τα υπόλοιπα, αγγίζοντας τα 2/3 του παγκόσμιου συνόλου στο τέλος του 2007 (έναντι ποσοστού 1/3 δέκα χρόνια πριν), κάτι που εκτιμάται ότι θα έχει αντανάκλαση και στο συνολικό μερίδιο των ασιατικών SWFs επί του συνόλου (υπολογίζεται ότι αυτό θα ανέλθει από 36% το 2007 σε περίπου 40% το 2010 και 50% το 2015).¹⁷
- Σε ό,τι αφορά στις χώρες εξαγωγής υδρογονανθράκων και πρώτων υλών, βασική παράμετρος είναι η διατήρηση ή και περεταίρω αύξηση των τιμών των προϊόντων αυτών (κυρίως του πετρελαίου). Είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι η εξέλιξη της τιμής του πετρελαίου υπήρξε σταθερά ανοδική τα τελευταία χρόνια, καθώς, σε ονομαστικούς όρους, έχει υπερδιπλασιαστεί από το Σεπτέμβριο του 2004 (οπότε ξεπέρασε τα 50 δολάρια ανά βαρέλι για πρώτη φορά μετά τις πετρελαϊκές κρίσεις της δεκαετίας του 1970), σπάζοντας το ψυχολογικό όριο των 100 δολαρίων ανά βαρέλι στα τέλη Φεβρουαρίου του 2008.¹⁸ Η αυξητική αυτή τάση φαίνεται ότι θα συνεχιστεί εφόσον δεν ανακοπεί η ραγδαία ανάπτυξη των αναδυόμενων οικονομιών (ιδιαίτερα της Κίνας και

¹⁵ Kern 2007: σ. 8.

¹⁶ Σχετικά με τα αποτελέσματα τέτοιων εξελίξεων και την επίδρασή τους στις παγκόσμιες ανισοροπίες και ειδικά στο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ, βλ. Gräf 2007: σ. 22 κ.ε..

¹⁷ IFSL 2008: σσ. 1 και 5.

¹⁸ Είναι δε χαρακτηριστικό ότι η τιμή του πετρελαίου ξεπέρασε στα μέσα Μαρτίου 2008 τα 105 δολάρια ανά βαρέλι, σπάζοντας σε πραγματικούς όρους (δηλ. αποπληθωρισμένες τιμές με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή) το ιστορικό ρεκόρ του 1979 (104,7 δολάρια ανά βαρέλι σε τιμές 2008) – βλ. σχετικά, Helbling & Blackman 2008.

της Ινδίας), η οποία – σύμφωνα με πρόσφατες εκτιμήσεις της Διεθνούς Οργάνωσης Ενέργειας – θα οδηγήσει σε αύξηση των παγκόσμιων ενεργειακών αναγκών κατά 55% μέχρι το 2030.¹⁹ Στο βαθμό, μάλιστα, που το σενάριο αυτό επιβεβαιωθεί, η ίδια οργάνωση αναγνωρίζει ότι είναι πολύ αβέβαιο εάν η παραγωγή πετρελαίου θα μπορέσει να ανταποκριθεί στην προβλεπόμενη αύξηση της ζήτησης και υποστηρίζει ότι για την περίοδο ως το 2015 δεν είναι δυνατό να αποκλεισθεί μια κρίση από την πλευρά της προσφοράς, συνοδευόμενη από απότομη άνοδο της τιμής του μαύρου χρυσού.²⁰ Σύμφωνα με πρόσφατες εκτιμήσεις της Morgan Stanley, με τους σημερινούς ρυθμούς παραγωγής και εξαγωγών πετρελαίου και με τιμή γύρω στα 100 δολάρια ανά βαρέλι, υπολογίζεται ότι οι χώρες – εξαγωγείς θα κερδίζουν περίπου 2,1 τρις δολάρια ετησίως. Καθώς μάλιστα εκτιμάται ότι μόλις 10% του ποσού αυτού μπορεί να επενδυθεί στο εσωτερικό των χωρών όπου θα εισρεύσει, αναμένεται ότι το υπόλοιπο (περίπου 1,8 τρις δολάρια ετησίως) θα διοχετευτεί στο εξωτερικό μέσω επενδύσεων, πολλές από τις οποίες θα πραγματοποιηθούν με όχημα τα υφιστάμενα ή νέα SWFs.²¹

Θα πρέπει πάντως να σημειωθεί και η ύπαρξη αντίρροπων τάσεων, καθώς ειδικά η εξέλιξη των τιμών της ενέργειας και των πρώτων υλών θα έχει αντίστροφη επίδραση στη συσσώρευση αποθεματικών από τις ασιατικές εξαγωγικές χώρες, οι οποίες σε περίπτωση μείωσης των τιμών αυτών θα δουν το κόστος παραγωγής τους να ελαττώνεται και άρα τις εξαγωγές (και τα πλεονάσματά τους) να αυξάνονται, ενώ σε περίπτωση περεταίρω αύξησης θα βιώσουν τα αντίθετα αποτελέσματα.²²

¹⁹ Αυτό είναι το βασικό (reference) σενάριο, που προϋποθέτει συνέχιση των σημερινών τάσεων και απουσία σημαντικών αλλαγών πολιτικής. Υπολογίζεται δε ότι οι αναπτυσσόμενες χώρες θα συνεισφέρουν κατά 74% στην αύξηση αυτή, ενώ το ποσοστό συμμετοχής μόνο της Κίνας και της Ινδίας μεταξύ αυτών θα είναι 45%, βλ. σχετικά IEA / OECD 2007: σ. 4. Ανάλογη είναι και η αύξηση (57% ως το 2030) που προβλέπει το βασικό σενάριο του Υπουργείου Ενέργειας των ΗΠΑ - βλ., ΕΙΑ 2007: σσ. 1 και 84.

²⁰ IEA/OECD 2007: σ. 5. Ένα τέτοιο ενδεχόμενο δεν φαντάζει καθόλου απίθανο, ειδικά στην περίπτωση που ισχύει η πρόβλεψη ότι εντός της επόμενης 25ετίας η παγκόσμια παραγωγή ορυκτών υδρογονανθράκων θα κορυφωθεί, βλ. σχετικά, Ρουμελιώτης 2006: σσ. 196-7 και 206.

²¹ Jen & St-Arnaud 2008.

²² Johnson 2007.

3. Η οικονομική λογική της ίδρυσης και λειτουργίας των SWFs.

3.1. Η προβληματική ως προς το κατάλληλο μέγεθος των κρατικών αποθεματικών

Σε κάθε περίπτωση, ανεξάρτητα από το αν η συσσώρευση συναλλαγματικών διαθεσίμων θα συνεχιστεί με τους σημερινούς ρυθμούς, η ανάπτυξη των SWFs φαίνεται ότι δεν θα ανακοπεί, στο βαθμό που τα αποθεματικά αυτά υπερβαίνουν τα μεγέθη που είναι απαραίτητα για την εξυπηρέτηση βραχυπρόθεσμων στόχων, θέτοντας τις κυβερνήσεις ενώπιον πειστικών διλλημάτων σε ό,τι αφορά στην αποτελεσματικότητα της διαχείρισής τους. Άλλωστε, όπως θα προσπαθήσουμε να δείξουμε πιο κάτω, η σύγχρονη οικονομική θεωρία προσφέρει αρκετά και ισχυρά επιχειρήματα υπέρ της διαφοροποιημένης επένδυσης των επίσημων αποθεματικών, με στόχο τόσο την αντιμετώπιση προβλημάτων που ανακύπτουν από τη συσσώρευση πλούτου, όσο και την επίτευξη ευρύτερων οικονομικών και κοινωνικών επιδιώξεων.

Ένα σημαντικό ερώτημα αφορά στο κατάλληλο μέγεθος που χρειάζεται να έχουν τα κρατικά συναλλαγματικά διαθέσιμα για την επιδίωξη μακροοικονομικής σταθεροποίησης, υπό την έννοια κυρίως της αντιμετώπισης νομισματικών και χρηματοπιστωτικών κρίσεων (προστασία της συναλλαγματικής ισοτιμίας αλλά και αποτροπή φυγής κεφαλαίων και πιστωτικής στενότητας). Αξίζει βέβαια να σημειώσουμε ότι η χρησιμότητα της συσσώρευσης αποθεματικών για το σκοπό αυτό έχει έντονα αμφισβητηθεί, με το σκεπτικό ότι οι κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες αλλά και μια υγιής δημοσιονομική διαχείριση (κατά το παράδειγμα πολλών ανεπτυγμένων οικονομιών) την καθιστούν περιττή. Ωστόσο, ειδικά για τις αναδυόμενες οικονομίες και μάλιστα με αφορμή τις νομισματικές κρίσεις που έπληξαν πολλές από αυτές κατά τη δεκαετία του 1990, έχει αναπτυχθεί μια εκτενής επιχειρηματολογία, κυρίως σχετικά με το ύψος που πρέπει να έχουν τα συναλλαγματικά διαθέσιμα μιας χώρας, ώστε να διασφαλίζουν αποτελεσματική στήριξη του νομίσματός της έναντι κερδοσκοπικών επιθέσεων. Στη σχετική βιβλιογραφία έχουν προταθεί κανόνες για τον προσδιορισμό του βέλτιστου αυτού ύψους όπως οι ακόλουθοι:²³

- Αποθεματικά ίσα με το βραχυπρόθεσμο εξωτερικό χρέος: Χώρες που είναι ευάλωτες ως προς την εξισορρόπηση του ισοζυγίου του χρηματοπιστωτικού τους λογαριασμού, μπορούν να επωφεληθούν από τη διατήρηση αποθεματικών ικανών να καλύψουν όλες τις πιστωτικές τους

²³ US Treasury 2006: σσ. 1-2, όπου μια περιεκτική παρουσίαση του ζητήματος και παραπομπές στη σχετική βιβλιογραφία. Για τους κανόνες αυτούς βλ. επίσης, Park 2007: σσ. 14-7.

υποχρεώσεις για το επόμενο οικονομικό έτος. Αυτό το μέτρο αναφοράς, γνωστό ως «κανόνας Greenspan-Guidotti», χρησιμεύει ως ο συνηθέστερος δείκτης ευαισθησίας σε νομισματικές κρίσεις και η σημασία της τήρησής του για την αποτροπή τέτοιων κρίσεων έχει την ισχυρότερη εμπειρική τεκμηρίωση.

- Αποθεματικά ίσα με το 5 έως 20% της «μεσαίας» συνιστώσας (M2) της εγχώριας προσφοράς χρήματος²⁴: Κανόνας χρήσιμος σε οικονομίες που θέλουν να ενισχύσουν την εμπιστοσύνη στην αξία του νομίσματός τους και να μειώσουν τον κίνδυνο φυγής κεφαλαίων. Ο λόγος των αποθεματικών προς την M2 αυξάνεται όσο πιο σταθερή είναι η συναλλαγματική ισοτιμία.
- Αποθεματικά ίσα με τη συνολική αξία των εισαγωγών τριών ή τεσσάρων μηνών: Ο κανόνας αυτός χρησιμεύει ιδιαίτερα σε χώρες χαμηλού εισοδήματος που είναι εκτεθειμένες σε ανισορροπίες του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και δεν διαθέτουν επαρκή πρόσβαση σε δανεισμό από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές.

Οι αναπτυσσόμενες οικονομίες που κατατάσσονται μεταξύ των δέκα χωρών με τα μεγαλύτερα επίσημα αποθεματικά ξεπερνούν αισθητά σχεδόν όλα τα όρια που θέτουν οι προηγούμενοι κανόνες, όπως φαίνεται καθαρά στον ακόλουθο πίνακα:

²⁴ Η εγχώρια προσφορά χρήματος (domestic money supply) ορίζεται συνήθως ως η συνολική ποσότητα των νομισμάτων, συναλλαγματικών, χρεογράφων, πιστώσεων και άλλων μορφών ρευστού που κυκλοφορούν σε μια οικονομία. Ως βασικές κατηγορίες της συνολικής αυτής ποσότητας θεωρούνται αφενός το χρήμα που εκδίδει η Κεντρική Τράπεζα (χαρτονομίσματα και κέρματα) και αφετέρου το χρήμα που δημιουργείται μέσω δανεισμού από τις εμπορικές τράπεζες. Για λόγους στατιστικής απεικόνισης η προσφορά χρήματος συνήθως διακρίνεται σε τέσσερις συνιστώσες (M0, M1, M2, M3) ανάλογα με την ρευστότητα (την ευκολία μετατροπής σε ρευστό χρήμα) των αξιών που περιέχει. Η M0 περιγράφεται ως «στενό χρήμα» (narrow money) καθώς περιλαμβάνει μόνο ρευστό. Οι συνιστώσες M1 – 3 περιγράφονται ως «ευρύ χρήμα» (broad money) και, με βάση τις περισσότερες ταξινομήσεις, περιλαμβάνουν:

M1 = M0 + καταθέσεις όψεως.
M2 = M1 + αποταμιευτικές καταθέσεις, προθεσμιακές καταθέσεις μικρής αξίας και μη-θεσμικά αμοιβαία κεφάλαια βραχυπρόθεσμων επενδύσεων (non-institutional money-market funds).

M3 = M2 + προθεσμιακές καταθέσεις μεγάλης αξίας, θεσμικά αμοιβαία κεφάλαια βραχυπρόθεσμων επενδύσεων, βραχυπρόθεσμες συμφωνίες επαναγοράς (short-term repurchase agreements) και βραχυπρόθεσμα ομόλογα.

Για τον παραπάνω ορισμό και κατηγοριοποίηση, βλ. ενδεικτικά, http://en.wikipedia.org/wiki/Money_supply.

Πίνακας 2. Δείκτες καταλληλότητας των επίσημων αποθεματικών των αναδυόμενων οικονομιών, 2005.

	Αποθεματικά / βραχυπρόθεσμο χρέος	Αποθεματικά / M2	Αποθεματικά / εισαγωγές
Κίνα	11,58	0,22	15,72
Ταϊβάν	5,95	0,35	15,65
Ν. Κορέα	2,63	0,21	7,93
Ρωσία	4,43	0,93	16,40
Ινδία	4,29	0,80	13,17
Μεξικό	2,71	0,18	3,78
Μαλαισία	3,09	0,43	7,49
Όριο αναφοράς	1,00	0,05 – 0,20	3,00

Πηγή: US Treasury 2006: σ. 2.

Η τήρηση αποθεματικών πέρα από τα συνιστώμενα από τη θεωρία όρια πιθανώς μειώνει (*ceteris paribus*) την τρωτότητα μιας οικονομίας σε πιθανές χρηματοπιστωτικές κρίσεις, ωστόσο, όπως υποστηρίζει το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ, αυτό το αποτέλεσμα προκύπτει με μειούμενο οριακό όφελος και αυξανόμενο οριακό κόστος. Κατά την ίδια εκτίμηση, στα κόστη που συνεπάγεται η διατήρηση πλεοναζόντων αποθεματικών περιλαμβάνονται:²⁵

- **Κόστη αποστείρωσης:** Ο όρος αποστείρωση περιγράφει τη μέθοδο εξουδετέρωσης των πληθωριστικών νομισματικών επιδράσεων που επιφέρει η συσσώρευση αποθεματικών, συνήθως μέσω της έκδοσης εγχώριου χρέους που αντισταθμίζει τη συνδεδεμένη με αυτά αύξηση της προσφοράς χρήματος. Εάν μάλιστα το επιτόκιο του εγχώριου δανεισμού υπερβαίνει τις αποδόσεις επένδυσης των αποθεματικών, τότε τα άμεσα δημοσιονομικά κόστη μπορούν να είναι υψηλά. Το αποτέλεσμα αυτό καθίσταται ακόμα πιο πιθανό στην περίπτωση που η τακτική της αποστείρωσης ενέχει αύξηση των επιτοκίων του εσωτερικού δανεισμού, προκειμένου τα εκδιδόμενα ομόλογα να καταστούν πιο ελκυστικά στο κοινό και να επιτευχθεί η επιδιωκόμενη μείωση της προσφοράς χρήματος. Επιπλέον, μπορούν να προκύψουν έμμεσα συστημικά κόστη, εφόσον η αποστείρωση επιτρέπει στην Κεντρική Τράπεζα να επηρεάζει την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία και επομένως διαταράσσει τη φυσιολογική (βάσει προσφοράς και ζήτησης) προσαρμογή του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

²⁵ US Treasury 2006: σσ. 2-3.

- Κόστη ευκαιρίας: Εναλλακτικές χρήσεις των πλεοναζόντων συναλλαγματικών διαθεσίμων μπορούν να αποφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις – π.χ. η προπληρωμή εξωτερικού χρέους και η εκτέλεση προγραμμάτων δημοσίων επενδύσεων. Έχει δε υπολογιστεί ότι, εάν τα κεφάλαια που υπερβαίνουν το επίπεδο που καθορίζεται από τους προαναφερθέντες δείκτες καταλληλότητας τοποθετηθούν σε εναλλακτικές χρήσεις με αποδόσεις μόλις 3% υψηλότερες από αυτές που συνήθως έχουν οι τοποθετήσεις χαμηλού ρίσκου των επίσημων διαθεσίμων, το όφελος μπορεί να είναι της τάξης του 1% του ΑΕΠ ετησίως.
- Κόστη που σχετίζονται με το συναλλαγματικό κίνδυνο: Στην περίπτωση ανατίμησης του εγχώριου νομίσματος μειώνεται η αξία των επίσημων αποθεματικών που είναι εκπεφρασμένα σε ξένους χρηματοοικονομικούς τίτλους, γεγονός που, στην περίπτωση που τα αποθεματικά αυτά αποτελούν αξιόλογο ποσοστό του ΑΕΠ, συνεπάγεται σημαντική επιδείνωση του ισοζυγίου πληρωμών.
- Άλλα κόστη: Η διατήρηση υψηλών αποθεματικών ενέχει τον ηθικό κίνδυνο ότι δημιουργεί μια ψευδαίσθηση ασφάλειας έναντι πιθανών κρίσεων, μειώνοντας τα κίνητρα για την προώθηση δύσκολων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Επιπλέον, σε καθεστώς ελεύθερα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών όπως το σημερινό, η επιτυχία των παρεμβάσεων για την προστασία ενός εθνικού νομίσματος είναι ιδιαίτερα δαπανηρή και όχι εγγυημένα αποτελεσματική, ενώ η συσσώρευση και διαχείριση μεγάλων αποθεματικών με αυτό το σκοπό καθιστά πολυπλοκότερη την άσκηση της νομισματικής πολιτικής.²⁶

Με δεδομένη την αναγνώριση των προηγούμενων προβλημάτων αλλά και του γεγονότος ότι η διακοπή της σημερινής τάσης συσσώρευσης αποθεματικών δεν αποτελεί ρεαλιστική και άμεσα υλοποιήσιμη επιλογή για τις περισσότερες κυβερνήσεις,²⁷ καθώς συνεπάγεται δύσκολες και μακροπρόθεσμες αναδιαρθρώσεις, το επόμενο σημαντικό ερώτημα που τίθεται αφορά στη βέλτιστη

²⁶ Για τα κόστη που συνεπάγεται η τήρηση αποθεματικών πέρα του σημείου όπου το οριακό κόστος εξισώνεται με το οριακό όφελος, βλ. επίσης, Park 2007: σσ. 10-11. Ωστόσο, όπως ο ίδιος συγγραφέας τονίζει (σ. 13), δεν υπάρχει ένας κοινός για όλες τις οικονομίες ορισμός του βέλτιστου ύψους των επίσημων αποθεματικών, καθώς αυτό διαφοροποιείται ανάλογα με τις εκάστοτε ειδικές συνθήκες.

²⁷ Ακόμα και συνταγές από τις θεωρούμενες ως τις πλέον αποτελεσματικές, όπως η σημαντική ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος και η απελευθέρωση των εκροών κεφαλαίου, δεν έχουν επιφέρει τα αναμενόμενα αποτελέσματα, με χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτό της Ν. Κορέας της οποίας τα αποθεματικά συνεχίζουν να αυξάνονται παρά το γεγονός ότι τα τελευταία χρόνια έχει προχωρήσει σε γενναία ανατίμηση του νομίσματός της έναντι του δολαρίου αλλά και έχει δώσει σημαντικά κίνητρα για την πραγματοποίηση κορεατικών επενδύσεων στο εξωτερικό – βλ. σχετικά, Park 2007: σσ. 12-3.

διαχείριση των πλεονασματικών αποθεματικών. Οι λύσεις που έχουν αναζητηθεί, σε κάθε περίπτωση, δεν μπορούν παρά να σχετίζονται με τις ειδικές συνθήκες και ανάγκες κάθε χώρας, καθώς εμφανώς αλληλεπιδρούν με ένα ευρύ φάσμα οικονομικών πολιτικών, που αφορούν στο δημόσιο χρέος, στη δημοσιονομική διαχείριση, στην ανάπτυξη, στον πληθωρισμό, στις διασυνοριακές ροές κεφαλαίου και στη συναλλαγματική ισοτιμία. Δεδομένων, μάλιστα, των τεράστιων αναγκών που παρουσιάζουν πολλές αναδυόμενες οικονομίες για αναβάθμιση των φυσικών τους υποδομών, τίθεται ευθέως το ζήτημα της σκοπιμότητας χρησιμοποίησης των πλεονασμάτων που έχουν συσσωρεύσει από εξωτερικές πηγές και υπό μορφή ξένων περιουσιακών στοιχείων (foreign assets) για εσωτερικούς αναπτυξιακούς σκοπούς. Άλλωστε, όπως θα φανεί, το ζήτημα αυτό είναι κεντρικό προκειμένου να επιχειρήσουμε μια ανάλυση της οικονομικής λογικής πίσω από την ίδρυση και λειτουργία των SWFs.

3.2. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα διαφορετικών τύπων επένδυσης πλεοναζόντων αποθεματικών

Παρότι η χρησιμοποίηση των πλεοναζόντων συναλλαγματικών διαθεσίμων για τη χρηματοδότηση αναγκαίων αναπτυξιακών προγραμμάτων και επενδύσεων στο εσωτερικό φαντάζει εκ πρώτης όψεως ικανοποιητική λύση, παρουσιάζει, ωστόσο, σοβαρές παρενέργειες. Μια πρώτη επίπτωση που ισχύει γενικά, είναι ότι η χρησιμοποίηση των πλεονασμάτων αυτών στο εσωτερικό προϋποθέτει σε μεγάλο βαθμό τη μετατροπή τους σε εγχώριο νόμισμα, πρακτική που εύκολα μπορεί να προκαλέσει την ανατροπή των μακροοικονομικών πολιτικών που οδήγησαν στη συσσώρευσή τους, καθώς συνεπάγεται ανατίμηση του νομίσματος και επομένως πλήγμα για την ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών και γενικότερα της οικονομίας. Επιπλέον, το ίδιο αποτέλεσμα ως προς την ισοτιμία επέρχεται και μέσω της αύξησης των εισαγωγών δια της ενίσχυσης της εσωτερικής ζήτησης που θα προκαλέσει η εισροή των πλεονασμάτων στην οικονομία, ενώ μια επιπλέον παρενέργεια είναι η ένταση των πληθωριστικών πιέσεων. Συνεπώς, χωρίς τις κατάλληλες διαρθρωτικές προσαρμογές που οικονομικού περιβάλλοντος, μια τέτοια χρήση των πλεονασμάτων μπορεί να οδηγήσει σε μη βέλτιστη κατανομή των πόρων και επιδείνωση της λειτουργίας ολόκληρων παραγωγικών τομέων.²⁸

Το πρόβλημα καθίσταται περισσότερο σύνθετο όταν τα επίσημα αποθεματικά δεν συσσωρεύονται από πλεονάσματα του κρατικού προϋπολογισμού, κέρδη κρατικών εταιρειών ή άλλα καθαρά

²⁸ Truman 2007: σ. 5 και Kern 2007: σ. 5. Το πρόβλημα συνήθως περιγράφεται στη διεθνή βιβλιογραφία ως «ολλανδική ασθένεια» (Dutch disease), με βάση την εμπειρία της Ολλανδίας από την εκμετάλλευση του φυσικού αερίου κατά τη δεκαετία του 1960 – βλ. σχετικά, http://en.wikipedia.org/wiki/Dutch_disease.

κρατικά εισοδήματα (όπως είναι η κλασσική περίπτωση των εσόδων από την πώληση βασικών προϊόντων ή τη φορολόγηση της εξαγωγής τους), αλλά, αντιθέτως, προέρχονται από παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών στις αγορές συναλλάγματος με σκοπό τόσο τη συγκράτηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, όσο και την «αποστείρωση» εσόδων από εξαγωγές μεταποιημένων προϊόντων και υπηρεσιών. Αυτό διότι, ενώ στην πρώτη περίπτωση τα αποθεματικά μπορούν να δαπανηθούν από την κυβέρνηση χωρίς αναγκαστική αύξηση του δημοσίου χρέους,²⁹ στη δεύτερη, που προφανώς αφορά κυρίως τις εξαγωγικές ασιατικές οικονομίες, αντιστοιχούν σε ήδη εκδοθέν εγχώριο νόμισμα ή χρέος (ομόλογα) και συνεπώς για να τα δαπανήσει η κυβέρνηση θα πρέπει πρώτα να τα δανεισθεί. Στην τελευταία αυτή περίπτωση η αύξηση του δημοσίου χρέους (μέσω έκδοσης νέων ομολόγων) μειώνει την προσφορά χρήματος και οδηγεί σε αύξηση των επιτοκίων και της πραγματικής ισοτιμίας, που αντανakλώνται στην εσωτερική ζήτηση και στην ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών, ενώ χρειάζονται νέες παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος προκειμένου να εξισορροπηθούν. Έτσι, σε τελευταία ανάλυση, είναι πολύ απλούστερο και πιο διαφανές για μια κυβέρνηση, προκειμένου να χρηματοδοτήσει εγχώριες επενδύσεις, να καταφύγει μάλλον στην ορθόδοξη λύση του απευθείας εσωτερικού δανεισμού, παρά στη χρησιμοποίηση συναλλαγματικών διαθεσίμων.³⁰

Σύμφωνα με την ανάλυση που προηγήθηκε, η χρήση ξένων αποθεματικών για τη χρηματοδότηση εσωτερικών αναγκών μπορεί να γίνει χωρίς ιδιαίτερες νομισματικές και δημοσιονομικές συνέπειες μόνο στη σχετικά σπάνια περίπτωση μη μετατροπής τους σε εγχώριο νόμισμα (π.χ. μέσω δαπάνης σε συνάλλαγμα για εισαγωγές που σχετίζονται με προγράμματα εγχώριων επενδύσεων) και, κυρίως, μη προέλευσής τους από προγενέστερες παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος. Συνεπώς, σε κάθε άλλη περίπτωση, η επένδυση πλεονάζοντων αποθεματικών συμφέρει μάλλον να έχει εξωτερικό παρά εσωτερικό προσανατολισμό. Η απλή αυτή διαπίστωση βρίσκεται στη βάση της διαχρονικής επιλογής πολλών κυβερνήσεων που διαθέτουν τέτοια πλεονάζοντα αποθεματικά να αναθέτουν τη διαχείριση τους σε μια ευρεία γκάμα επενδυτικών σχημάτων, τα οποία συνολικά προσδιορίζονται ως SWFs. Αυτά δραστηριοποιούνται στο εξωτερικό συνήθως ως διακριτές από τις νομισματικές αρχές οντότητες, με συχνά αυξημένη αυτοτέλεια, αποσκοπώντας σε μια συστηματική και επαγγελματικού επιπέδου διαχείριση χαρτοφυλακίου.

²⁹ Ωστόσο, και στην περίπτωση αυτή οι μακροοικονομικές επιπτώσεις που περιγράφηκαν νωρίτερα εξακολουθούν να ισχύουν στο βαθμό που τα αποθέματα για να δαπανηθούν χρειάζεται πρώτα να μετατραπούν σε εγχώριο νόμισμα.

³⁰ Για μια περιεκτική ανάλυση των μακροοικονομικών επιπτώσεων της χρήσης συναλλαγματικών αποθεμάτων που προέρχονται από παρεμβάσεις κεντρικών τραπεζών για χρηματοδότηση εγχώριων επενδυτικών προγραμμάτων, βλ. Park 2007: σσ. 17-21 καθώς και IMF 2007a: σσ. 47-50.

3.3. Οι σκοποί και τα πλεονεκτήματα της διαχείρισης μέσω των SWFs

Οι επενδύσεις μέσω των SWFs επιδιώκουν να απαντήσουν στις ακόλουθες κύριες προκλήσεις: Πρώτον, στο γεγονός ότι οι φυσικοί πόροι στην εξαγωγή των οποίων βασίζεται η συσσώρευση αποθεματικών από πολλές αναπτυσσόμενες χώρες (κυρίως οι πρώτες ύλες και οι υδρογονάνθρακες) είναι μη ανανεώσιμοι και σταδιακά τα αποθέματά τους εξαντλούνται. Δεύτερον, στο γεγονός ότι οι διεθνείς αγορές βασικών προϊόντων χαρακτηρίζονται διαχρονικά από σημαντική αστάθεια, που καθιστά τους φυσικούς πόρους περιουσιακά στοιχεία υψηλού ρίσκου και εξωθεί τις κοινωνίες που τους κατέχουν σε διασπορά του κινδύνου αυτού μέσω διαφοροποιημένων τοποθετήσεων. Τρίτον, στο γεγονός ότι η ανταγωνιστικότητα ορισμένων παραγωγικών τομέων μπορεί να είναι προσωρινή και το εξαγωγικό πλεονέκτημα που προσφέρει να μειωθεί με το πέρασμα του χρόνου.

Σε θεωρητικό επίπεδο οι συνθήκες κάτω από τις οποίες η χρήση ενός μη ανανεώσιμου πόρου είναι βιώσιμη (δηλ. μπορεί να διατηρήσει ένα δεδομένο επίπεδο κατανάλωσης επ' αόριστο) πληρούνται μόνο εφόσον τα κέρδη από την χρήση του πόρου επενδύονται σε κεφάλαιο, έτσι ώστε να διατηρείται διαχρονικά σταθερή η αξία των παραγόμενων προϊόντων και υπηρεσιών και επομένως της κατανάλωσης. Με βάση τον ορισμό αυτό η βιώσιμη μεγέθυνση θα επέτρεπε διαχρονικά την κατανάλωση της αύξησης της καθαρής προστιθέμενης αξίας μιας οικονομίας, αφού έχει ληφθεί υπόψη η απαξίωση του συνολικού κεφαλαίου συμπεριλαμβανόμενου και του φυσικού.³¹ Κατά συνέπεια οι κυβερνήσεις αντιμετωπίζουν την πρόκληση της ισοκατανομής μεταξύ των γενεών του πλούτου που συσσωρεύουν σε δεδομένη χρονική περίοδο, μέσω του μετασχηματισμού των σημερινών (και προσωρινών) εσόδων από την εκμετάλλευση πόρων ή άλλες εξαγωγικές επιτυχίες, σε σταθερό εισόδημα.

Υπό το φως των παραπάνω προκλήσεων, τα πιθανά πλεονεκτήματα της επένδυσης στο εξωτερικό (μέσω των SFWs) των πλεοναζόντων κρατικών αποθεματικών, μπορούν να συνοψισθούν στα ακόλουθα:³²

- Διαχρονική σταθεροποίηση: Στην περίπτωση αυτή οι επενδύσεις χρησιμεύουν για τη μεσο-μακροπρόθεσμη προστασία της οικονομίας από τις απότομες μεταβολές εισοδήματος που

³¹ Αποτέλεσμα το οποίο αναφέρεται στη βιβλιογραφία και ως κανόνας του Hartwick (Hartwick's rule for intergenerational equity). Βλ. σχετικά, Παπανδρέου & Σαρτζετάκης 2002: σσ. 3-4.

³² Kern 2007: σσ. 4-6. Τα πλεονεκτήματα αυτά αξίζει να τονίσουμε ότι απαντούν ευθέως στις προκλήσεις (κόστη) που αναφέρθηκαν νωρίτερα (κεφ. 3.1 του παρόντος) ως απορρέουσες από τη διαχείριση πλεοναζόντων κρατικών αποθεματικών.

συνεπάγεται η αστάθεια των τιμών πολλών βασικών προϊόντων. Τα κέρδη από τις επενδύσεις αυτές δημιουργούν εισόδημα που μπορεί να καλύψει ελλείμματα χρηματοδότησης ή πάγιες υποχρεώσεις (π.χ. αποπληρωμή χρεών) σε περιόδους ύφεσης των τιμών.

- Διασπορά του κινδύνου και διαφοροποίηση της οικονομικής δραστηριότητας: Ειδικά οι χώρες που βασίζονται στην εκμετάλλευση φυσικών πόρων διατρέχουν σημαντικό κίνδυνο συγκέντρωσης της οικονομικής τους δραστηριότητας σε συγκεκριμένους τομείς (π.χ. εξορύξεις ή άντληση και επεξεργασία πετρελαίου) που, σε συνδυασμό με την πιθανή αύξηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας από την κυκλοφορία στην οικονομία μέρους των εσόδων των εξαγωγών, μπορεί να οδηγήσει σε μείωση της ανταγωνιστικότητας άλλων τομέων και ανορθολογική κατανομή των παραγωγικών συντελεστών. Ο κίνδυνος αυτός μπορεί να μειωθεί μέσω της επένδυσης του κρατικού πλούτου στο εξωτερικό και σε διαφορετικές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων.
- Βελτιστοποίηση του λόγου κινδύνου / απόδοσης των επενδύσεων: Λαμβανομένου υπόψη ότι η συμβατική διαχείριση των επίσημων αποθεματικών, όπως διενεργείται από τις κεντρικές τράπεζες, συνίσταται κατά κανόνα (για λόγους αυξημένης ρευστότητας) στην επένδυση σε βραχυπρόθεσμους κρατικούς τίτλους (συνήθως ομόλογα του αμερικανικού δημοσίου ή άλλων ισχυρών οικονομιών) με χαμηλό ρίσκο αλλά και χαμηλές αποδόσεις, η εφαρμογή πιο αποδοτικών επενδυτικών επιλογών για τα πλεονασματικά αποθέματα αποτελεί ζητούμενο για τα SWFs. Όπως φαίνεται στον πίνακα που ακολουθεί, τα τελευταία 60 χρόνια οι μέσες ετήσιες αποδόσεις των τυπικών χαρτοφυλακίων των κεντρικών τραπεζών ήταν της τάξης μόλις του 1% σε αντίθεση με εκείνες πιο διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων (αποτελούμενων κατά 60% από μετοχές και κατά 40% από ομόλογα) που ήταν της τάξης του 6%. Όπως επίσης φαίνεται καθαρά στον ίδιο πίνακα, η διαφοροποίηση ενός δυνητικού χαρτοφυλακίου σε μετοχές και ομόλογα ενέχει μεν υψηλότερο τίμημα κινδύνου (που απεικονίζεται στην ετήσια τυπική απόκλιση των αποδόσεων), ωστόσο, παρουσιάζει σημαντικά χαμηλότερη πιθανότητα αρνητικών αποδόσεων στη μακρά διάρκεια, σε σχέση με ένα τυπικό χαρτοφυλάκιο κεντρικής τράπεζας. Αυτό υποδηλώνει ότι οι κυβερνήσεις μπορούν να προσβλέπουν σε σημαντικά μακροπρόθεσμα κέρδη από μια διαφοροποιημένη τοποθέτηση των πλεοναζόντων αποθεματικών τους.

Πίνακας 3. Μέσο ετήσιο επίπεδο κινδύνου και αποδόσεων επενδυτικών χαρτοφυλακίων διαφορετικής σύνθεσης, 1946 – 2004.

Είδος χαρτοφυλακίου	Μέση ετήσια απόδοση %	Ετήσια τυπική απόκλιση των αποδόσεων %	Πιθανότητα αρνητικών αποδόσεων για περίοδο δεκαετούς διακράτησης %
Τυπικό χαρτοφυλάκιο κεντρικών τραπεζών	0,98	1,24	37,0
Τυπικό χαρτοφυλάκιο συνταξιοδοτικών ταμείων (60% μετοχές – 40% ομόλογα)	5,75	12,45	12,5
Χαρτοφυλάκιο όλων των διαπραγματευόμενων στις ΗΠΑ μετοχών	7,11	19,37	13,3

Πηγή: Kern 2007: σ. 5

- Διαφάνεια: Τέλος, ένα ενδεχόμενο πλεονέκτημα της διαχείρισης κρατικών περιουσιακών στοιχείων από διακριτές σε σχέση με την κεντρική τράπεζα ή την κυβέρνηση οντότητες μπορεί να είναι η ενίσχυση της διαφάνειας και λογοδοσίας. Το πλεονέκτημα αυτό είναι βέβαια θεωρητικό και εξαρτάται από τις εκάστοτε διευθετήσεις που αφορούν στο θεσμικό πλαίσιο (διοικητική αυτοτέλεια, μηχανισμοί ελέγχου και απόδοσης ευθυνών) που ρυθμίζει τη λειτουργία μιας τέτοιας οντότητας.

Κλείνοντας, μπορούμε να υποστηρίξουμε ότι, παρόλο που τα μέχρι σήμερα στοιχεία δεν επιτρέπουν την εξαγωγή τελικών συμπερασμάτων σχετικά με την επιβεβαίωση του συνόλου των παραπάνω πλεονεκτημάτων, τόσο η θεωρία όσο και η πράξη παρέχουν σοβαρά κίνητρα στις κυβερνήσεις που διαθέτουν πλεονάζοντα αποθεματικά να επιδιώξουν τη διαφοροποιημένη και συστηματική τους διαχείριση μέσω οντοτήτων όπως τα SWFs.³³

³³ Για μια περιεκτική σύνοψη της σχετικής επιχειρηματολογίας, βλ. επίσης Reisen 2008.

4. Εννοιολογική οριοθέτηση και κατηγοριοποίηση των SWFs.

4.1. Γενικά χαρακτηριστικά

Με βάση την προηγούμενη ανάλυση, είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι δεν υπάρχει κάποιος μοναδικός και κοινά αποδεκτός ορισμός των SWFs, καθώς αυτά αποτελούν ένα ετερογενές σύνολο διαχειριστικών σχημάτων που εξυπηρετούν ποικίλους σκοπούς. Κατά συνέπεια, ο ασφαλέστερος ίσως τρόπος οριοθέτησης του φαινομένου, συνίσταται στον προσδιορισμό κάποιων κύριων χαρακτηριστικών, τα οποία τόσο διαφοροποιούν τα SWFs από άλλες μορφές διαχείρισης και επένδυσης του κρατικού πλούτου, όσο και σχετίζονται ειδικότερα με την προβληματική που τα περιβάλλει. Ως τέτοια χαρακτηριστικά των SWFs μπορούμε, ενδεικτικά, να αναφέρουμε τα ακόλουθα:

- Άντληση των κεφαλαίων τους από σωρευθέντα συναλλαγματικά αποθεματικά, συνοδευόμενη, ωστόσο, σε πλείστες περιπτώσεις, από διαχείριση αυτών χωριστά από τα επίσημα αποθεματικά (δηλ. αυτά που διαχειρίζονται νομισματικές αρχές όπως οι Κεντρικές Τράπεζες).³⁴ Το τελευταίο αυτό χαρακτηριστικό συνεπάγεται και τη δυνατότητα των διαχειριστών των SWFs να αποδέχονται υψηλότερα επίπεδα κινδύνου από ό,τι οι διαχειριστές των επίσημων αποθεματικών και να εφαρμόζουν πιο διαφοροποιημένες και μακροπρόθεσμες επενδυτικές στρατηγικές, με στόχο την επίτευξη μεγαλύτερων αποδόσεων.³⁵

³⁴ Τα επίσημα συναλλαγματικά αποθεματικά (ή διαθέσιμα) προσδιορίζονται από το ΔΝΤ ως «περιουσιακά στοιχεία σε ξένο νόμισμα τα οποία ελέγχονται από τις νομισματικές αρχές και είναι απευθείας προσβάσιμα σε αυτές τόσο για την άμεση χρηματοδότηση ανισορροπιών του ισοζυγίου εξωτερικών πληρωμών, όσο και για την έμμεση ρύθμιση του μεγέθους τέτοιων ανισορροπιών μέσω επηρεασμού της συναλλαγματικής ισοτιμίας, καθώς και για άλλους σκοπούς» (IMF 1993: παράγραφος 424). Τα αποθεματικά αυτά επενδύονται κατά κανόνα σε τίτλους σταθερής (αλλά και χαμηλής) απόδοσης (όπως τα κρατικά ομόλογα και ιδίως αυτά του Αμερικανικού Δημοσίου), οι οποίοι είναι εύκολα μετατρέψιμοι και εξασφαλίζουν την επιθυμητή για τους προαναφερθέντες σκοπούς ρευστότητα. Συνεπώς, κύρια κριτήρια, με βάση τα οποία μια ορισμένη κατηγορία κεφαλαίων (εν προκειμένω τα SWFs) μπορεί να περιληφθεί (από στατιστική άποψη) στα επίσημα συναλλαγματικά αποθεματικά μιας χώρας, αποτελούν αφενός η αυξημένη ρευστότητα και μετατρεψιμότητά τους και αφετέρου οι τυχόν νομικές ή διοικητικές δεσμεύσεις που τα καθιστούν άμεσα προσβάσιμα στις νομισματικές αρχές για σταθεροποιητικούς και άλλους σκοπούς. Καθώς ο προηγούμενος διαχωρισμός είναι συχνά δυσχερής (κυρίως λόγω της αδιαφάνειας που καλύπτει το μέγεθος, τη σύνθεση και τον τρόπο διαχείρισης των αποθεματικών πολλών κρατών), είναι προφανές ότι η συμπερίληψη χρηματοοικονομικών στοιχείων στα επίσημα αποθεματικά θα πρέπει να γίνεται κατά περίπτωση και λαμβανομένων υπόψη των συγκεκριμένων συνθηκών που ισχύουν σε κάθε χώρα (βλ. US Treasury 2007a: σ. 2, καθώς και IMF 2007a: σ. 46, Box 1.5).

³⁵ Η διαχείριση ξεχωριστά από τα επίσημα αποθεματικά τονίζεται ως ειδοποιός διαφορά των SWFs στον ορισμό που έχει υιοθετήσει για αυτά το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ (βλ. US Treasury 2007a: σ. 1 και Kimmitt 2008: σ. 2), ενώ επαναλαμβάνεται και από τον ΟΟΣΑ (βλ. OECD 2007: σ. 3). Για τους παραπάνω ορισμούς βλ. **Παράρτημα 4**. Αξίζει, επιπλέον, να σημειώσουμε ότι το χαρακτηριστικό αυτό ενισχύει τη διαχειριστική αδιαφάνεια για την οποία πολλοί κατηγορούν τα SWFs, υπό την έννοια ότι αυτομάτως εξαιρεί τα κεφάλαιά τους από την υποχρέωση αναφοράς στο

- Εξυπηρέτηση από αυτά ποικίλων και μεταβαλλόμενων ανάλογα με τις συνθήκες μακροοικονομικών πολιτικών (συνηθέστατα μεσο-μακροπρόθεσμων), με διαχειριστική ευελιξία που αφορά στην επιλογή τόσο των επιμέρους στόχων (που μπορούν να αλλάζουν ανάλογα με τη συγκυρία), όσο και των επενδυτικών στρατηγικών (προσαρμογή σε διαφορετικά επίπεδα κινδύνου). Η ευελιξία αυτή διαφοροποιεί σαφώς τα SWFs από άλλα κρατικά επενδυτικά σχήματα, όπως τα δημόσια ασφαλιστικά ταμεία (τα οποία έχουν σαφώς προκαθορισμένες υποχρεώσεις που οριοθετούν τις επενδυτικές τους πρακτικές) ή οι δημόσιες επιχειρήσεις (πρωταρχική αποστολή των οποίων αποτελεί η παραγωγή συγκεκριμένων αγαθών και υπηρεσιών).
- Έλλειψη διαφάνειας ως προς τους κανόνες και μηχανισμούς διαχείρισής τους, το βαθμό διοικητικής τους αυτοτέλειας, την υποχρέωση λογοδοσίας σε ελεγκτικούς μηχανισμούς, αλλά και ως προς τις αρχές που διέπουν τις επενδυτικές τους στρατηγικές, δεδομένου ότι (με ελάχιστες εξαιρέσεις) αυτά τα ειδικά επενδυτικά οχήματα σπανίως δημοσιεύουν πληροφορίες σχετικά με τα προηγούμενα θέματα, όπως και για το μέγεθος ή τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους. Η αδιαφάνεια αυτή ενισχύεται και από το γεγονός ότι δεν υφίσταται ως σήμερα κάποιο διεθνές πλαίσιο κανόνων ή καλών πρακτικών σε ό,τι αφορά στη λειτουργία τους (αντίθετα με ό,τι συμβαίνει για τα ασφαλιστικά ταμεία και τις δημόσιες επιχειρήσεις³⁶), κενό το οποίο – όπως θα δούμε – κινείται ήδη για να καλύψει το ΔΝΤ.
- Κατεξοχήν εξωτερικός (διασυννοριακός) προσανατολισμός των επενδυτικών τους επιλογών, δεδομένου ότι σε πλείστες περιπτώσεις τα κεφάλαιά τους προέρχονται από συναλλαγματικά αποθέματα που μπορούν να τοποθετηθούν ευκολότερα στο εξωτερικό για τους λόγους που εκθέσαμε νωρίτερα (αποφυγή κόστους νομισματικής μετατροπής αλλά και αποφυγή των ανεπιθύμητων πληθωριστικών συνεπειών που θα είχε η επένδυσή τους στο εσωτερικό). Ο

πλαίσιο των μηχανισμών που έχει συστήσει το ΔΝΤ για την παρακολούθηση του μεγέθους και της σύνθεσης των επίσημων αποθεματικών (πρόκειται για τις βάσεις δεδομένων Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves και Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity, όπου συμμετέχουν εθελοντικά 119 και 64 χώρες αντίστοιχα – βλ. σχετικό σχόλιο στο US Treasury 2007a: σ. 2).

³⁶ Που καλύπτονται, αντίστοιχα, από τις Κατευθυντήριες Γραμμές του ΟΟΣΑ για τη Διαχείριση των Περιουσιακών Στοιχείων των Ασφαλιστικών Ταμείων (OECD Guidelines for Pension Fund Asset Management) και τις Κατευθυντήριες Γραμμές του ιδίου οργανισμού για την Εταιρική Διακυβέρνηση των Επιχειρήσεων Κρατικής Ιδιοκτησίας (OECD guidelines on Corporate Governance for State-Owned Enterprises).

εξωτερικός αυτός προσανατολισμός και μάλιστα η υιοθέτηση ολοένα και πιο επιθετικών επενδυτικών τακτικών, που συνεπάγεται η ανάγκη επικερδούς τοποθέτησης των αυξανόμενων αποθεματικών τους, βρίσκεται, όπως θα δείξουμε, στο επίκεντρο των προβληματισμών που έχουν διατυπωθεί για το ρόλο των SWFs στην παγκόσμια οικονομία.

4.2. Κατηγοριοποίηση των SWFs με βάση τις πηγές χρηματοδότησης και τους στόχους τους

Τα προηγούμενα χαρακτηριστικά δεν ισχύουν χωρίς εξαιρέσεις, ωστόσο, χρησιμεύουν για την οριοθέτηση του φαινομένου ως ειδικής κατηγορίας κρατικών επενδυτικών οχημάτων, η ραγδαία ανάπτυξη της οποίας θέτει ζητήματα που σχετίζονται βέβαια και με άλλες μορφές κρατικών διασυννοριακών επενδύσεων (όπως αυτές των δημοσίων επιχειρήσεων ή των κρατικών ασφαλιστικών ταμείων), ωστόσο, αποκτούν ειδικό βάρος λόγω του αυξανόμενου όγκου αλλά και της επιταχυνόμενης ποιοτικής διαφοροποίησης των επενδυτικών κινήσεων που πραγματοποιούνται μέσω των SWFs.

Από τη μέχρι σήμερα ιστορία και εξέλιξη των επενδυτικών οχημάτων που έχουν σχηματίσει διάφορες χώρες για την αξιοποίηση των πλεονασμάτων τους και τα οποία μπορούν χαλαρά να περιγραφούν ως SWFs σύμφωνα με τα προηγούμενα, μπορούμε να καταλήξουμε σε μια χονδρική κατηγοριοποίηση αυτών με βάση τα ακόλουθα κριτήρια:

A) Την προέλευση των κεφαλαίων τους

Αυτά, όπως είδαμε, μπορούν να προέρχονται από διαφορετικές πηγές εσόδων, χωρίς να αποκλείεται ο συνδυασμός τους. Τέτοιες πηγές είναι τα δημοσιονομικά έσοδα που προέρχονται τόσο από πλεονάσματα του ισοζυγίου εξωτερικών πληρωμών, όσο και από περικοπές δημοσίων δαπανών ή από την αποκρατικοποίηση δημοσίων επιχειρήσεων. Ειδικά στην περίπτωση που η χρηματοδότηση προέρχεται από συναλλαγματικά διαθέσιμα, μπορούμε να διακρίνουμε δύο κατηγορίες κεφαλαίων, ανάλογα με το αν αυτά προέρχονται, αφενός, από το εμπόριο βασικών προϊόντων που ανήκουν στο κράτος ή φορολογούνται από αυτό (commodity funds) και, αφετέρου, από το εμπόριο άλλων (κυρίως μεταποιημένων) προϊόντων καθώς και υπηρεσιών (non-commodity funds). Η πρώτη

κατηγορία αφορά κυρίως τα κράτη εξαγωγείς πετρελαίου και μη ανανεώσιμων πρώτων υλών, ενώ η δεύτερη τα κράτη (κυρίως ασιατικά) που αποτελούν μαζικούς εξαγωγείς βιομηχανικών αγαθών.³⁷

B) Τους επιδιωκόμενους στόχους

Με βάση του κύριους στόχους που είδαμε νωρίτερα ότι επιδιώκονται από την ίδρυση κρατικών επενδυτικών οχημάτων μπορούμε να διακρίνουμε τις ακόλουθες κατηγορίες:³⁸

- Ταμεία σταθεροποίησης των δημοσίων εσόδων (stabilization funds): Συνήθως ιδρύονται από χώρες πλούσιες σε μη ανανεώσιμους φυσικούς πόρους (κυρίως υδρογονάνθρακες) προκειμένου να προστατευθούν οι οικονομίες τους από τις απότομες διακυμάνσεις εσόδων που συνεπάγεται η αστάθεια των διεθνών τιμών των αγαθών αυτών. Τα ταμεία αυτά συσσωρεύουν πλεονάσματα όταν οι τιμές είναι υψηλές, τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν εξισορροπητικά σε περιόδους ύφεσης.
- Αποταμιευτικά ταμεία (saving funds): Αποσκοπούν στην αναδιανομή του πλούτου μεταξύ των γενεών, ειδικά στην περίπτωση χωρών που προβλέπουν ότι οι φυσικοί τους πόροι, όπως το πετρέλαιο, κάποια στιγμή θα εξαντληθούν. Μέσω των ταμείων αυτών η αξία των πλεονασμάτων από τις εξαγωγές των πόρων αυτών συνήθως επενδύεται σε ένα διευρυμένο χαρτοφυλάκιο διεθνών χρηματοοικονομικών στοιχείων, το οποίο αναμένεται να αποδώσει καρπούς για χρήση από μελλοντικές γενεές ή για επιδίωξη άλλων μακροπρόθεσμων στόχων, όταν πλέον οι αρχικοί φυσικοί πόροι θα έχουν εξαντληθεί.
- Εταιρείες επένδυσης αποθεματικών (reserve investment corporations): Διαχειρίζονται κεφάλαια τα οποία από στατιστική άποψη λογίζονται ως επίσημα συναλλαγματικά αποθέματα αλλά

³⁷ Για τη διάκριση μεταξύ commodity και non-commodity funds καθώς και για τις μεταξύ τους διαφορές, βλ. US Treasury 2007a: σ. 1, επίσης OECD 2007: σ. 4, καθώς και Kimmitt 2008: σ. 2. Αξίζει εδώ να υπενθυμίσουμε μια σημαντική διαφορά μεταξύ των δύο αυτών κατηγοριών, η οποία διαφάνηκε και στην ανάλυση της προηγούμενης ενότητας: Στην περίπτωση των commodity funds τα κεφάλαια προέρχονται συνήθως από συνάλλαγμα που συσσωρεύεται απευθείας στα κρατικά ταμεία, το οποίο δεν συνεπάγεται κόστη «αποστείρωσης». Αντίθετα, στην περίπτωση των non-commodity funds τα κεφάλαια προέρχονται από τουλάχιστον εν μέρει «αποστειρωμένα» συναλλαγματικά αποθέματα και επομένως μπορούν να εκληφθούν περισσότερο ως «δάνεια», καθώς αντιστοιχούν σε εκδοθέν δημόσιο χρέος.

³⁸ Για την κατηγοριοποίηση με βάση τους στόχους ακολουθείται η ταξινόμηση και ορολογία που χρησιμοποιεί το ΔΝΤ - βλ. IMF 2007a: σσ. 46-7 και IMF 2008a, σ. 5.

χρησιμοποιούν περισσότερο διαφοροποιημένες επενδυτικές πρακτικές από αυτές των κλασικών διαχειριστών διαθεσίμων, με σκοπό την αύξηση των αποδόσεων.³⁹

- **Αναπτυξιακά ταμεία (development funds):** Συνήθως συγκεντρώνουν κεφάλαια για την προώθηση έργων και προγραμμάτων που αποσκοπούν στην κοινωνική και οικονομική ανάπτυξη και στην ενίσχυση του παραγωγικού δυναμικού μιας χώρας (π.χ. φυσικές υποδομές, αναδιαρθρώσεις βιομηχανικών τομέων κτλ).
- **Επικουρικά ασφαλιστικά ταμεία (contingent pension reserve funds):** Συγκεντρώνουν κεφάλαια (από πηγές πέραν των ασφαλιστικών εισφορών) με σκοπό την αντιμετώπιση έκτακτων, μη προδιαγεγραμμένων συνταξιοδοτικών υποχρεώσεων, που είναι πιθανό να βαρύνουν τον κρατικό προϋπολογισμό στο μέλλον.

Στην πράξη οι προαναφερθέντες στόχοι μπορεί σε αρκετές περιπτώσεις να επιδιώκονται ταυτόχρονα, να επικαλύπτονται αλλά και να μεταβάλλονται ανάλογα με τις εξωτερικές συνθήκες και τις προκύπτουσες δυνατότητες και ανάγκες. Για παράδειγμα, αρκετά ταμεία τα οποία είχαν αρχικά ιδρυθεί για σταθεροποιητικούς σκοπούς εξελίχθηκαν σταδιακά σε αποταμιευτικά, καθώς τα σωρευθέντα αποθεματικά έχουν υπερβεί τα ποσά που είναι αναγκαία για την άσκηση βραχυπρόθεσμης δημοσιονομικής σταθεροποίησης και τα πλεονάσματα είναι δυνατό να διατεθούν για άλλους, επενδυτικούς σκοπούς, με την προσδοκία υψηλότερων αποδόσεων. Αυτό υπήρξε χαρακτηριστικό για αρκετές πετρελαιοπαραγωγούς χώρες (όπως π.χ. η Ρωσία) που είδαν τα αποθεματικά τους να εκτοξεύονται υπό την επίδραση της ραγδαίας ανόδου των τιμών του μαύρου χρυσού τα τελευταία χρόνια.

4.3. Ορισμός εργασίας

Με βάση τα προηγούμενα θα μπορούσαμε να χρησιμοποιήσουμε ως κατάλληλο για τους σκοπούς της ανάλυσής μας τον ορισμό εργασίας που πρόσφατα πρότεινε το ΔΝΤ, σύμφωνα με τον οποίο τα SWFs προσδιορίζονται ως:

³⁹ Βέβαια, με βάση τα όσα αναφέρθηκαν νωρίτερα (υποσημείωση 34) σχετικά με τον ορισμό των επίσημων αποθεματικών, η πιθανή επένδυσή τους σε όχι άμεσα ρευστοποιήσιμους τίτλους δημιουργεί αμφιβολία για το κατά πόσο μπορούν να συνεχίζουν να απεικονίζονται ως επίσημα αποθεματικά.

«Κρατικά επενδυτικά ταμεία ή μηχανισμοί με ειδικούς σκοπούς, που κατέχονται ή ελέγχονται από κυβερνήσεις και νέμονται ή διαχειρίζονται περιουσιακά στοιχεία για την εξυπηρέτηση κυρίως μεσο-μακροπρόθεσμων μακροοικονομικών και δημοσιονομικών στόχων.

»Στους μηχανισμούς αυτούς, κατά κανόνα, περιλαμβάνονται: α) Ταμεία δημοσιονομικής σταθεροποίησης, β) αποταμιευτικά ταμεία, γ) εταιρείες επένδυσης αποθεματικών, δ) αναπτυξιακά ταμεία και ε) όσα ασφαλιστικά ταμεία δεν έχουν ρητές (προδιαγεγραμμένες) συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις. Αντιθέτως, εξαιρούνται από αυτούς, μεταξύ άλλων: α) Τα ασφαλιστικά ταμεία των εργαζομένων του δημοσίου τομέα, β) τα ταμεία κοινωνικής ασφάλισης, γ) τα κρατικά πιστωτικά ταμεία και δ) οι τράπεζες κρατικής ιδιοκτησίας.

»Τα ταμεία ή οι μηχανισμοί αυτοί χρηματοδοτούνται συνήθως από επίσημα συναλλαγματικά αποθέματα, από κέρδη αποκρατικοποιήσεων, δημοσιονομικά πλεονάσματα και / ή έσοδα προερχόμενα από εξαγωγές βασικών προϊόντων, ενώ εφαρμόζουν μια σειρά επενδυτικών στρατηγικών, οι οποίες περιλαμβάνουν επενδύσεις σε ξένα χρηματοοικονομικά στοιχεία».⁴⁰

Ο ορισμός αυτός, παρότι ως κάποιο βαθμό αυθαίρετος, όπως παραδέχονται και οι ίδιοι οι συντάκτες του (δεδομένης της ποικιλίας και του δυναμικού χαρακτήρα των SFWs), είναι επαρκής για την παρουσίαση και εξέταση των κυριότερων ζητημάτων που έχουν τεθεί σχετικά με το ρόλο και τη λειτουργία των ταμείων αυτών, την οποία και θα επιχειρήσουμε στις αμέσως επόμενες ενότητες.

⁴⁰ IMF 2008a: παρ. 52, σσ. 26-27. Για την ακριβή διατύπωση του ορισμού στα αγγλικά βλ. **Παράρτημα 4**.

5. Διοίκηση και επενδυτικές στρατηγικές των SWFs.⁴¹

5.1. Ποικιλία και ασάφεια ως προς την οργανωτική δομή και το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας

Καθώς τα SWFs αποτελούν ένα ετερογενές σύνολο επενδυτικών οχημάτων, που εξυπηρετούν ποικίλους κρατικούς σκοπούς και προέρχονται από χώρες με διαφορετική πολιτική κουλτούρα και παραδόσεις, είναι φυσιολογικό ότι διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους τόσο ως προς τα μοντέλα διοίκησης που ακολουθούν, όσο και ως προς τις επενδυτικές τους στρατηγικές. Η πληροφόρηση που υπάρχει σχετικά με τα ζητήματα αυτά είναι αποσπασματική, καθώς, ενώ ορισμένα λίγα ταμεία (όπως αυτά της Νορβηγίας, του Καναδά, της Αυστραλίας και της Αλάσκας) είναι απόλυτα διαφανή ως προς τη λειτουργία τους, τα περισσότερα αποκαλύπτουν ελάχιστα έως και καθόλου στοιχεία. Συνεπώς, θεσμικές διευθετήσεις που αφορούν σε κανόνες συσσώρευσης και απόσυρσης, διαχείριση χαρτοφυλακίου, υποχρεώσεις αναφοράς και εσωτερική ή εξωτερική λογοδοσία, σε πλείστες περιπτώσεις δεν δημοσιοποιούνται ή παραμένουν ασαφείς. Επιπλέον, παρά τη σημασία των SWFs για τη χάραξη οικονομικής πολιτικής, συχνά είναι δύσκολο να καθοριστεί πώς αυτά εντάσσονται στο συνολικό πλαίσιο της πολιτικής αυτής, ακόμα και από άποψη στατιστικής απεικόνισης. Υπάρχουν βέβαια και σημαντικές – από άποψη μεγέθους – εξαιρέσεις στον κανόνα αυτό, όπως εκείνη της Νορβηγίας που προαναφέρθηκε, όπου το θεσμικό πλαίσιο είναι σαφώς οριοθετημένο αλλά και ασκείται κοινοβουλευτικός έλεγχος, αλλά και της Σιγκαπούρης, όπου τα ταμεία ενσωματώνονται στο δημοσιονομικό πλαίσιο βάσει συνταγματικού κανόνα που επιτρέπει τη μεταβίβαση στον προϋπολογισμό ποσοστού μέχρι 50% επί των κερδών τους. Αντίθετα, σημαντική αδιαφάνεια χαρακτηρίζει το πλαίσιο λειτουργίας πολλών SWFs κυρίως στις χώρες του Κόλπου, όπου σε κάποιες περιπτώσεις η δημοσίευση σχετικών στοιχείων απαγορεύεται δια νόμου, όπως στο Κουβέιτ. Εκεί μόλις το 2007 αποφασίστηκε για πρώτη φορά η αποκάλυψη του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων της Kuwait Investment Authority, ενώ σε άλλες χώρες της περιοχής εξακολουθεί να υπάρχει μεγάλη ασάφεια ως προς το πραγματικό ύψος αλλά και τους κανόνες διαχείρισης των SWFs. Χαρακτηριστικό παραδείγματα αποτελούν τα ΗΑΕ, όπου το ύψος των περιουσιακών στοιχείων της Abu Dhabi Investment Authority είναι τόσο ασαφές ώστε διαφορετικές εκτιμήσεις να το προσδιορίζουν κάπου μεταξύ 250 και 875 δις δολαρίων, ενώ για άλλα σχήματα, όπως η Dubai

⁴¹ Στην ενότητα αυτή επιχειρούμε μια συνοπτική καταγραφή γενικών χαρακτηριστικών. Για επιμέρους στοιχεία που αφορούν καθένα από τα μεγαλύτερα SWFs ξεχωριστά, βλ. **Παράρτημα 3**.

Holding, δεν υπάρχουν ευδιάκριτα όρια μεταξύ κρατικής και ιδιωτικής διαχείρισης, αφού αυτά μάλλον θεωρούνται ιδιοκτησία της βασιλικής οικογένειας.⁴²

5.2. Επενδυτικές στρατηγικές και διάρθρωση χαρτοφυλακίου

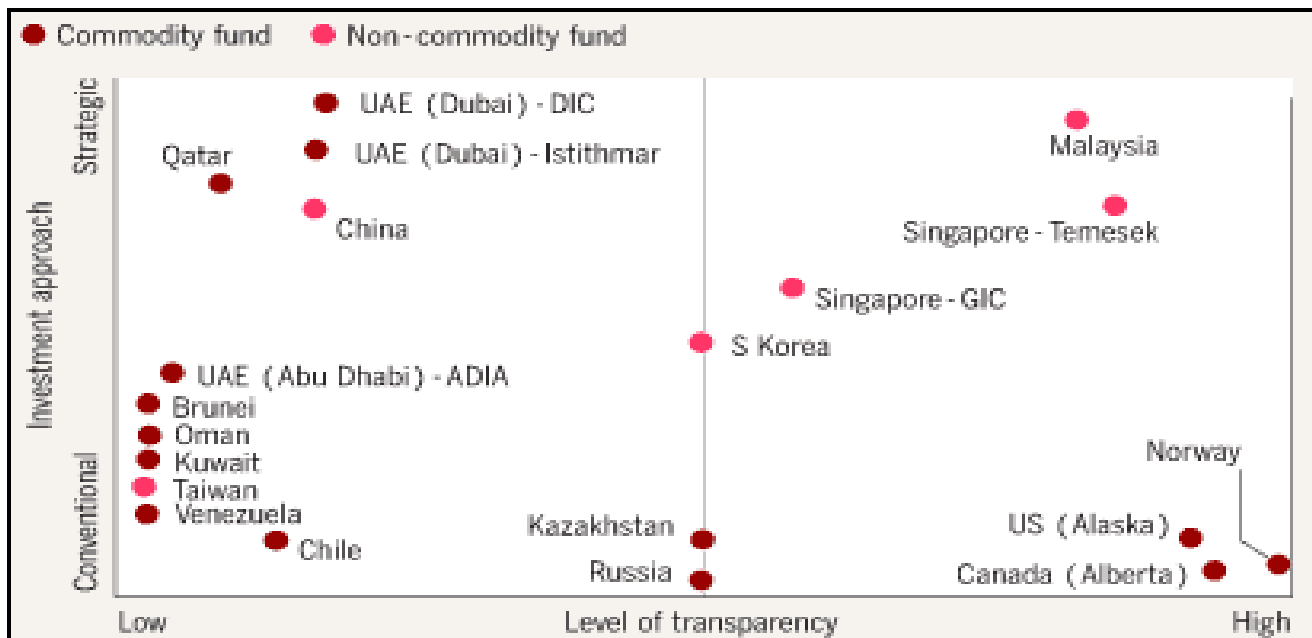
Σε ό,τι αφορά στην επενδυτική στρατηγική, οι υπάρχουσες πληροφορίες συνηγορούν στο ότι τα SWFs έχουν μέχρι σήμερα συμπεριφερθεί κατά κανόνα ως συντηρητικοί επενδυτές. Ωστόσο, ο στρατηγικός επιμερισμός του ενεργητικού τους ποικίλει ανάλογα με τους σκοπούς που το καθένα εξυπηρετεί. Εκείνα που έχουν περισσότερο αποταμιευτικό χαρακτήρα και αποσκοπούν σε ισοκατανομή του εισοδήματος μεταξύ των γενεών επιλέγουν πιο μακροπρόθεσμες επενδυτικές πρακτικές, ενώ όσα έχουν κυρίως σταθεροποιητικό χαρακτήρα επιδιώκουν μεγαλύτερα επίπεδα ρευστότητας, προκειμένου να απαντούν σε πιο βραχυπρόθεσμες προκλήσεις. Σε γενικές πάντως γραμμές, τα SWFs απολαμβάνουν μεγαλύτερη ελευθερία κινήσεων τόσο από τις κεντρικές τράπεζες, όσο και από άλλες κατηγορίες θεσμικών επενδυτών, όπως τα συνταξιοδοτικά ταμεία, καθώς συνήθως δεν υπόκεινται σε τόσο αυστηρούς περιορισμούς ως προς την ανάληψη κινδύνου ή την έκθεσή τους σε ορισμένες κατηγορίες νομισμάτων ή άλλων περιουσιακών στοιχείων. Έχει δε διαχρονικά καταγραφεί ότι τα SWFs τοποθετούνται σε σημαντικά μεγαλύτερο εύρος επενδυτικών προϊόντων, που περιλαμβάνει τίτλους δημοσίου και ιδιωτικού χρέους, μετοχές εισηγμένων και μη εταιρειών, ακίνητα αλλά και παράγωγα χρηματιστηριακά προϊόντα. Αρκετά από τα μεγαλύτερα ταμεία είναι γνωστό ότι λειτουργούν μάλλον ως επενδυτές χαρτοφυλακίου, επιδιώκοντας μεγάλη διασπορά κινδύνου μέσω διασύνδεσης των επενδύσεών τους με χρηματιστηριακούς δείκτες και απόκτησης μικρών μεριδίων σε πολυάριθμες επιχειρήσεις, συμπεριφορά που θυμίζει αυτή των τυπικών συνταξιοδοτικών ταμείων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το GPF-Global της Νορβηγίας, που κατέχει μετοχές σε περίπου 3.500 εταιρείες σε όλο τον κόσμο, με ποσοστά συμμετοχής συνήθως κάτω του 1% και, σύμφωνα με τους κανονισμούς του οποίου, 50-70% του χαρτοφυλακίου θα πρέπει να επενδύεται σε ομόλογα σταθερού εισοδήματος και 30-50% σε μετοχές.⁴³ Επίσης, σε αρμονία με το μακροπρόθεσμο επενδυτικό τους προφίλ, εκτιμάται ότι πολλά SWFs κατέχουν σημαντικά μερίδια μετοχών σε χρηματαγορές αναδυόμενων οικονομιών, οι οποίες χαρακτηρίζονται μεν από μεγαλύτερη αστάθεια αλλά και προσφέρουν υψηλότερες αποδόσεις στη μακρά διάρκεια. Παράλληλα, αρκετά έχουν αρχίσει να τοποθετούνται (βέβαια σε περιορισμένο

⁴² IMF 2008a: σ. 8, Truman 2007: σ. 2-3, Portman 2008: σ. 27, Kern 2007: σ. 6 και 11, IFSL 2008: σ. 6, OECD 2007: σ. 6.

⁴³ Kern 2007: σ. 6, Portman 2008: σ. 29. Ως προς το GPF, υπάρχει πολιτική του ταμείου να μην αποκτά μετοχικά μερίδια ανώτερα του 5%. Υπολογίζεται δε ότι, προς το παρόν, το 40% του χαρτοφυλακίου του είναι τοποθετημένο σε μετοχές, ενώ τον Απρίλιο του 2007 ανακοινώθηκε ότι υπάρχει πρόθεση αύξησης του μεριδίου των μετοχών στο 60% μέχρι το 2010, καθώς και τοποθετήσεων σε ακίνητα – βλ. IMF 2008a: σ. 9, OECD 2007: σ. 5.

ακόμα βαθμό) και σε εναλλακτικές μορφές επενδύσεων, όπως ακίνητα, συμμετοχές στα ίδια κεφάλαια μη εισηγμένων εταιρειών και συμμετοχές σε κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου.⁴⁴ Άλλα ταμεία (όπως αυτά της Σιγκαπούρης, της Κίνας και ορισμένων χωρών του Κόλπου) έχει διαπιστωθεί ότι επιδιώκουν μεγιστοποίηση των κερδών τους μετακινούμενα κατά καιρούς μεταξύ διαφορετικών κατηγοριών επενδύσεων αλλά και εξαγοράζοντας μεγάλα μερίδια σε συγκεκριμένες επιχειρήσεις που θεωρούν ότι έχουν προοπτικές αυξημένης κερδοφορίας. Παραμένει μάλλον ασαφές πόσο ενεργητικό ρόλο διαδραματίζουν στη διοίκηση των επιχειρήσεων αυτών, ωστόσο, οι υπάρχουσες ενδείξεις συνηγορούν στο ότι συνήθως συμπεριφέρονται ως παθητικοί και μακροπρόθεσμοι επενδυτές, που δεν επηρεάζουν τις εταιρικές αποφάσεις μέσω των δικαιωμάτων ψήφου που τους αναλογούν. Ορισμένα μάλιστα SWFs έχουν εξαγοράσει μεγάλα μετοχικά μερίδια επιχειρήσεων, υπό την προϋπόθεση της παραίτησής τους από την άσκηση των δικαιωμάτων αυτών, όπως χαρακτηριστικά συνέβη πρόσφατα στην περίπτωση της εξαγοράς από την China Investment Corporation ενός μεριδίου περίπου 10% του ιδιωτικού κεφαλαίου μετοχικών συμμετοχών Blackstone Group το Μάιο του 2007.⁴⁵

Διάγραμμα 3. Κατάταξη των σημαντικότερων SWFs από την τράπεζα Standard Chartered (Οκτ. 2007) με κριτήριο την επενδυτική τους συμπεριφορά και το επίπεδο διαφάνειας της λειτουργίας τους.



Πηγή: Wolf 2007

⁴⁴ Είναι χαρακτηριστικό ότι την περίοδο 2002 – 2006 περίπου 22% των κεφαλαίων που προήλθαν από τις χώρες του Συμβουλίου Συνεργασίας του Κόλπου (Gulf Cooperation Council – GCC) τοποθετήθηκαν σε χώρες της Μέσης Ανατολής, Βόρειας Αφρικής και Ασίας. Επίσης, ένα 9% των κεφαλαίων αυτών είχαν τοποθετηθεί το 2006 σε εναλλακτικές μορφές επενδύσεων (IFSL 2008: σ. 7, IMF 2008a: σ. 10).

⁴⁵ IMF 2008a: σ. 9.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι πολλά SWFs χρησιμοποιούν εξωτερικούς διαχειριστές για τη χάραξη και εκτέλεση της επενδυτικής τους στρατηγικής, ειδικά όταν δεν διαθέτουν το επιθυμητό επίπεδο τεχνογνωσίας σε κατηγορίες επενδυτικών προϊόντων όπως οι μετοχές ή τα παράγωγα.⁴⁶ Ωστόσο, ορισμένα (όπως της Νορβηγίας, του Abu Dhabi και της Σιγκαπούρης) έχουν αναπτύξει στο εσωτερικό τους τις απαραίτητες δεξιότητες και χαρακτηρίζονται από υψηλά επίπεδα επαγγελματισμού σε ό,τι αφορά στη διαχείριση των κεφαλαίων τους. Θα πρέπει βέβαια να τονισθεί ότι, ειδικά στις περιπτώσεις όπου οι διαχειριστικοί κανόνες αλλά και το περιεχόμενο των επενδυτικών επιλογών είναι αδιαφανή, ελάχιστα είναι γνωστά για το βαθμό στον οποίο η διοίκηση πολλών SWFs είναι ανεξάρτητη από τις οικείες κυβερνήσεις ως προς την επιλογή των επενδυτικών στόχων και πρακτικών. Εκεί άλλωστε, όπως και σε περιπτώσεις συγκεκριμένων επενδυτικών κινήσεων που δεν δημοσιοποιούνται, εδράζονται και οι ανησυχίες που έχουν εκφρασθεί σχετικά με πιθανές πολιτικές σκοπιμότητες πίσω από τη δράση των SWFs. Προκειμένου μάλιστα να διασκεδαστούν οι ανησυχίες αυτές, δεν είναι λίγοι οι σχολιαστές που – όπως θα δούμε – προτρέπουν τα SWFs να κάνουν ευρύτερη χρήση εξωτερικών διαχειριστών αλλά και να περιορίζονται σε ρόλους παθητικών επενδυτών, ώστε να αποφεύγουν πιθανές αντιδράσεις και περιορισμούς έναντι των επενδυτικών τους επιλογών. Πάντως, όπως ήδη έχει επισημάνει και το ΔΝΤ, πέραν του γεγονότος ότι οι κυβερνήσεις οριοθετούν το πλαίσιο λειτουργίας και θέτουν τους ευρύτερους στόχους των SWFs, δεν υπάρχουν σαφείς ενδείξεις ότι έχουν άμεσα εμπλακεί σε συγκεκριμένες επενδυτικές επιλογές τους ή ότι τα έχουν χρησιμοποιήσει για εξυπηρέτηση πολιτικών σκοπιμοτήτων.⁴⁷

⁴⁶ Σύμφωνα με εκτιμήσεις παραγόντων της αγοράς, περίπου 45% των συνολικών περιουσιακών στοιχείων των SWFs έχει ανατεθεί σε εξωτερικούς διαχειριστές (IFSL 2008: σ. 6).

⁴⁷ Kern 2007: σσ. 6-7, IMF 2008a: σ. 9-10.

6. Η τρέχουσα προβληματική: Ζητήματα και ανησυχίες που έχουν εγερθεί σχετικά με το ρόλο των SWFs στην παγκόσμια οικονομία.

6.1. Ο ρόλος των SWFs στο φόντο της υπό εξέλιξη χρηματοπιστωτικής κρίσης

Όπως έχει επισημανθεί στη σχετική βιβλιογραφία, κανένα από τα χαρακτηριστικά των SWFs που παρουσιάστηκαν προηγουμένως δεν μπορεί να θεωρηθεί καινοφανές και, ως εκ τούτου, ανησυχητικό. Αντιθέτως, οι μεγάλοι θεσμικοί επενδυτές – και ειδικά όσοι έχουν μακροπρόθεσμους επενδυτικούς ορίζοντες – παραδοσιακά είναι ευπρόσδεκτοι από τις κεφαλαιαγορές και τις επιχειρήσεις ως αξιόπιστοι κομιστές πολύτιμης ρευστότητας. Δεν είναι άλλωστε τυχαίο ότι, μετά την εκδήλωση της συνεχιζόμενης χρηματοπιστωτικής κρίσης με αφορμή την κατάρρευση της αγοράς των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ το 2007, ο ρόλος των SWFs χαιρετίστηκε τόσο από φορείς των αγορών όσο και από διεθνείς οργανισμούς ως σταθεροποιητικός. Αυτό διότι με τις «ενέσεις ρευστότητας» που προσέφεραν σε συστημικά σημαντικές τράπεζες, οι οποίες έχουν υποστεί μεγάλες ζημιές, συνεισέφεραν στην αναπλήρωση της κλονισμένης κεφαλαιακής τους βάσης και επομένως στην αποκατάσταση της ομαλής λειτουργίας του πιστωτικού συστήματος.⁴⁸ Άλλωστε, με φόντο την πιστωτική στενότητα που ακολουθεί ως συνέπεια της κρίσης αξιοπιστίας των δυτικών κεφαλαιαγορών, αρκετοί είναι εκείνοι που υποδεικνύουν τον εποικοδομητικό ρόλο που μπορούν να διαδραματίσουν τα SWFs ως στρατηγικοί επενδυτές, συνεισφέροντας τα κεφάλαια που λείπουν από αυτές. Ένας τέτοιος ρόλος θα προωθούσε, σύμφωνα με την άποψη αυτή, τη βελτιστοποίηση της παγκόσμιας κατανομής πόρων, που σήμερα χαρακτηρίζεται από διογκούμενη ανισορροπία, καθώς στη στενότητα κεφαλαίων των αγορών της βιομηχανοποιημένης Δύσης αντιπαραβάλλεται η συσσώρευση ρευστότητας στις αναδυόμενες οικονομίες.⁴⁹

Ωστόσο, μια σειρά από τάσεις που σχετίζονται τόσο με τη ραγδαία ανάπτυξη των SWFs, όσο και με τη διαφαινόμενη σταδιακή μεταστροφή τους προς πιο επιθετικές επενδυτικές στρατηγικές, έχει

⁴⁸ IMF 2008a: σ. 10, Commission 2008: σ. 5, OECD 2008: σ. 2, Larsen & Hughes 2008, Friedman 2007. Σύμφωνα με τους πλέον πρόσφατους υπολογισμούς του IMF, εκτιμάται ότι SWFs προερχόμενα από την Ασία και χώρες του Κόλπου έχουν συνεισφέρει σχεδόν 41 από τα 105 δις δολάρια που επενδύθηκαν σε μεγάλες αμερικανικές και ευρωπαϊκές τράπεζες μεταξύ Νοεμβρίου 2007 και Φεβρουαρίου 2008 (βλ. **Παράρτημα 1**). Αυτές οι τοποθετήσεις των SWFs είχαν ως σημαντικότερα κοινά χαρακτηριστικά ότι α) ήταν σημαντικές σε μέγεθος αν και αφορούσαν μειοψηφικά πακέτα μετοχών, β) δεν εκτελέστηκαν μέσω των χρηματαγορών αλλά κατόπιν ιδιωτικών συμφωνιών και γ) συχνά πραγματοποιήθηκαν δια της απόκτησης ομολόγων υψηλής απόδοσης που πρόκειται να μετατραπούν σε μετοχές στο μέλλον. Υποστηρίζεται δε ότι τόσο η πραγματοποίηση όσο και η ανακοίνωση των συναλλαγών αυτών επέδρασαν σταθεροποιητικά στις χρηματαγορές, έχοντας θετικό αντίκτυπο (τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα) στις τιμές των μετοχών των εμπλεκόμενων τραπεζών (IMF 2008b: σσ. 18 και 20-2).

⁴⁹ Gordon 2007a.

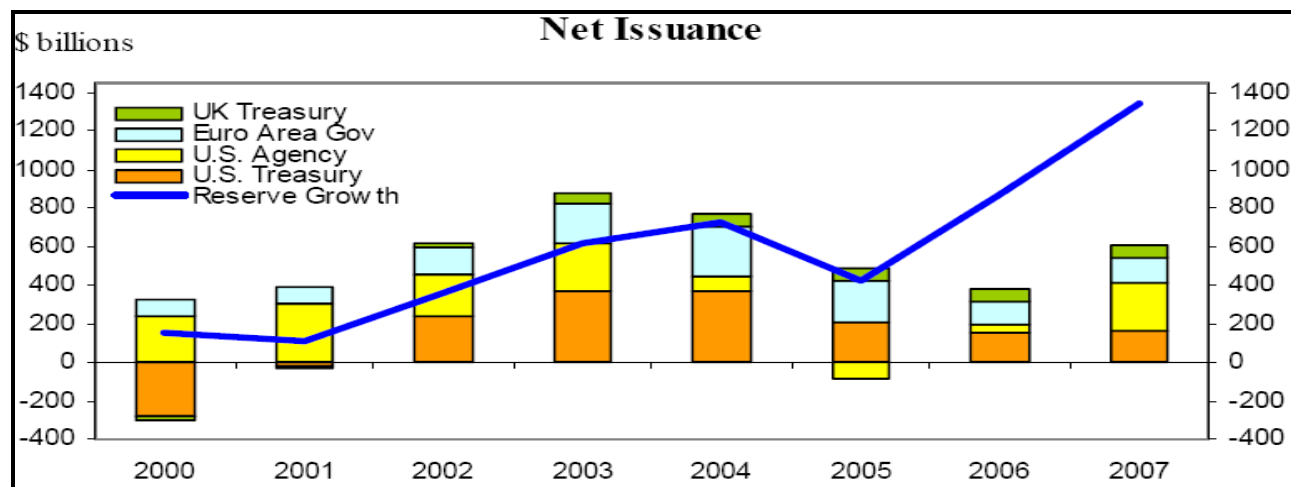
πυροδοτήσει ήδη από τα μέσα του 2007 έντονο προβληματισμό εκ μέρους πολιτικών αλλά και οικονομικών παραγόντων του ανεπτυγμένου κόσμου. Ο προβληματισμός αυτός περιστρέφεται γύρω από δύο κύριους θεματικούς άξονες: Τις πιθανές επιπτώσεις της αυξανόμενης δραστηριότητας των SWFs στην παγκόσμια κατανομή πόρων και στη σταθερότητα του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος αλλά και την πιθανότητα χρησιμοποίησής τους από τις κυβερνήσεις που τα κατευθύνουν για πολιτικούς σκοπούς, κυρίως μέσω του ελέγχου στρατηγικά σημαντικών οικονομικών λειτουργιών των χωρών που υποδέχονται τις επενδύσεις τους. Τα επιμέρους ζητήματα που έχει αναδείξει ο δημόσιος διάλογος πάνω στη θεματική αυτή μπορούν να ταξινομηθούν στις ακόλουθες ενότητες:

6.2. Επιπτώσεις για την παγκόσμια κατανομή και τις ροές κεφαλαίου καθώς και για τις τιμές διαφόρων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων

Με βάση τις προβλέψεις σχετικά με την αύξηση του όγκου των SWFs που παρουσιάσαμε νωρίτερα, οι επενδυτικές τους δραστηριότητες αναμένεται ότι θα αναπτυχθούν αναλογικά με την αύξηση των κεφαλαίων τους. Δεδομένου δε του εξωτερικού τους προσανατολισμού και της τάσης για αναζήτηση μεγαλύτερων αποδόσεων που τα χαρακτηρίζει, εκτιμάται ότι θα επενδύσουν σε χαρτοφυλάκια πολύ περισσότερο διαφοροποιημένα από εκείνα των παραδοσιακών διαχειριστών επίσημων αποθεματικών, τα οποία θα περιλαμβάνουν πολλές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, με ποικίλα επίπεδα ρίσκου και μεγάλη γεωγραφική διασπορά. Συνεπώς, η μελλοντική ανάπτυξη των SWFs πιθανότατα θα συνεπάγεται απομάκρυνση από βραχυπρόθεσμους τίτλους σταθερού εισοδήματος και χαμηλού ρίσκου (όπως τα κρατικά ομόλογα) και αύξηση της ζήτησης για πιο μακροπρόθεσμες και αποδοτικές τοποθετήσεις. Η εκτίμηση αυτή ενισχύεται και από το γεγονός ότι, σύμφωνα με πρόσφατους υπολογισμούς του Υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ (βλ. διάγραμμα 4), από το 2005 και εξής η ετήσια αύξηση των επίσημων αποθεματικών παγκοσμίως υπερκαλύπτει κατά πολύ την αντίστοιχη αύξηση του δημοσίου χρέους των ΗΠΑ, του Ηνωμένου Βασιλείου και της Ευρωζώνης, τα ομόλογα των οποίων αποτελούν παραδοσιακό καταφύγιο για τους διαχειριστές συναλλαγματικών διαθεσίμων των περισσότερων χωρών. Έτσι, το 2007 υπολογίζεται ότι τα παγκόσμια αποθεματικά αυξήθηκαν κατά περίπου 1,3 τρις δολάρια (αύξηση 27% σε σχέση με το προηγούμενο έτος) ενώ τα νέα ομόλογα που εκδόθηκαν από τις προαναφερθείσες κυβερνήσεις είχαν αξία μόλις 603 δις δολάρια, κάτι που απλά σημαίνει ότι ακόμα και αν οι κεντρικές τράπεζες των αναδυόμενων

οικονομίων αγοράζαν το σύνολο των νέων αυτών ομολόγων, θα έπρεπε να αναζητήσουν εναλλακτικές διεξόδους για την επένδυση περίπου 742 δις δολαρίων επιπλέον.⁵⁰

Διάγραμμα 4. Ετήσια αύξηση των παγκόσμιων επίσημων αποθεματικών και του δημοσίου χρέους ΗΠΑ, ΗΒ και Ευρωζώνης (σε δις δολάρια) για την περίοδο 2000 -2007.



Πηγή: US Treasury 2007b

Σε ποσοτικούς όρους, η Deutsche Bank εκτιμά ότι εάν τα SWFs αναπτυχθούν με τους αναμενόμενους ρυθμούς και εάν υιοθετήσουν το (μάλλον συντηρητικό) επενδυτικό προφίλ των τυπικών ασφαλιστικών ταμείων (τοποθετώντας 40% του χαρτοφυλακίου τους σε μετοχές και 60% σε έντοκα γραμμάτια), τότε οι επενδύσεις τους θα οδηγήσουν, την επόμενη πενταετία, σε εισροή επιπλέον 1 και 1,5 τρις δολαρίων στην παγκόσμια αγορά μετοχών και ομολόγων αντίστοιχα. Σε ορίζοντα δε δεκαετίας, οι αντίστοιχες εισροές υπολογίζονται σε 3,1 και 4,6 τρις δολάρια.⁵¹ Τόσο με βάση αυτό το μετριοπαθές σενάριο, όσο και στην περίπτωση μιας εντονότερης στροφής των τοποθετήσεων από τα χαμηλότοκα κρατικά ομόλογα σε πιο αποδοτικές και μακροπρόθεσμες επενδύσεις, τα επιτόκια αλλά και οι τιμές των μετοχών αναμένεται να επηρεαστούν αυξητικά. Εκτιμάται δε ότι η υποκατάσταση των κρατικών χρεογράφων από άλλα περιουσιακά στοιχεία, και μάλιστα εφόσον το αμερικανικό δημόσιο χρέος πάψει να είναι ο κύριος πόλος επενδύσεων των

⁵⁰ US Treasury 2007b: σσ. 1-2. Στο ίδιο κείμενο επισημαίνεται βέβαια ότι τα πλεονάζοντα αυτά αποθεματικά μπορούν να επενδυθούν στη δευτερογενή αγορά δημοσίου χρέους (καθώς υπολογίζεται ότι, το 2006, μόνο το 40% του συνολικού αποθέματος των κρατικών χρεογράφων ΗΠΑ, ΗΒ και Ευρωζώνης βρισκόταν στα χέρια διαχειριστών επίσημων αποθεματικών άλλων κυβερνήσεων). Ωστόσο, αξίζει να παρατηρήσουμε ότι μια τέτοια λύση, αν και θεωρητικά εφικτή, δεν ανταποκρίνεται στην αναζήτηση αυξημένων αποδόσεων από τις κυβερνήσεις των κρατών που συσσωρεύουν αποθεματικά, η οποία είναι ίσως και η κυριότερη αιτία της δημιουργίας των SWFs, όπως έχουμε ήδη υποστηρίξει στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας.

⁵¹ Kern 2007: σ. 9.

κρατικών αποθεματικών, μεσοπρόθεσμα θα επηρεάσει αρνητικά τις κεφαλαιακές ροές προς τις ΗΠΑ, οδηγώντας σε υποτίμηση του δολαρίου.⁵²

Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη του ΔΝΤ, βασισμένη στην υπόθεση ότι ένα 25 έως 50% των μελλοντικών πλεοναζόντων αποθεματικών μιας σειράς χωρών θα κατευθυνθεί για επένδυση στο εξωτερικό μέσω SWFs, φαίνεται ότι, με δεδομένη την αναμενόμενη διαφοροποίηση των τοποθετήσεων, θα σημειωθεί γενικότερα μείωση των κεφαλαιακών ροών προς τις ανεπτυγμένες οικονομίες και αύξηση των ροών προς τις αναπτυσσόμενες. Η εν λόγω επίδραση τροποποιείται ανάλογα με το βαθμό της πιθανής διαφοροποίησης των επενδύσεων από τα SWFs: Δηλαδή, ανάλογα με το αν θα επιλεγεί μια πιο τυπική σύνθεση χαρτοφυλακίου (40% μετοχές, 60% ομόλογα) ή μια πιο διαφοροποιημένη (55% μετοχές, 23% ομόλογα, 7% ακίνητα, 7,5% hedge funds και 7,5% private equity), υπολογίζεται ότι μεταξύ 2008 και 2013 οι εισροές κεφαλαίων στις ΗΠΑ θα μειωθούν ετησίως κατά 0,25 ως 0,5% του ΑΕΠ, τα αμερικανικά επιτόκια θα αυξηθούν κατά 10 ως 20 μονάδες βάσης και το δολάριο θα υποτιμηθεί κατά 2 ως 5% αντίστοιχα. Επίσης, με βάση το πρώτο σενάριο, εκτός από μείωση των εισροών στις ΗΠΑ θα υπάρξει σημαντική αύξηση αυτών στις αναδυόμενες οικονομίες και πιο ήπια στην Ευρωζώνη, ενώ με βάση το δεύτερο, θα σημειωθεί μείωση των ροών όχι μόνο προς τις ΗΠΑ αλλά και προς την Ευρώπη και ακόμα σημαντικότερη αύξηση αυτών στον αναπτυσσόμενο κόσμο. Συνολικά τα αποτελέσματα της μελέτης υποδεικνύουν ότι οι μελλοντικές επενδύσεις των SWFs θα συμβάλλουν στην εξομάλυνση των παγκόσμιων ανισορροπιών μέσω μείωσης του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ, καθώς και ότι, σε περίπτωση που δεν υπάρξουν οι αναγκαίες προσαρμογές και από την πλευρά των πλεονασματικών χωρών (εδώ υπονοείται προφανώς η ανατίμηση των νομισμάτων τους), είναι πιθανό να εμφανισθούν ελλείμματα σε άλλες περιφέρειες και κυρίως στην Ευρώπη.⁵³

⁵² Ειδικά στο βαθμό που η συνεχιζόμενη υποτίμηση του δολαρίου ενισχύει τον προβληματισμό των χωρών που διατηρούν τον κύριο όγκο των αποθεματικών τους σε δολάρια (όπως η Ιαπωνία και η Κίνα που υπολογίζεται ότι κατέχουν περίπου το 25% και 20% του αμερικανικών κρατικών χρεογράφων αντίστοιχα) – βλ. σχετικά, Portman 2008: σ. 33, Teslik 2008 και IFSL 2008: σ. 7. Όπως μάλιστα σημειώνει το ΔΝΤ (IMF 2007b: σ. 22) οι επενδύσεις στις ΗΠΑ έχουν τα τελευταία χρόνια μικρότερες αποδόσεις συγκριτικά με αυτές σε άλλες αγορές του κόσμου, τόσο εξαιτίας της υποτίμησης του δολαρίου, όσο και λόγω του συνολικά βραδύτερου ρυθμού αύξησης των αξιών στην αμερικανική αγορά.

⁵³ IMF 2008a: Annex I (σσ. 30-6). Τα αποτελέσματα αυτά παρατίθενται με την επιφύλαξη των μελετητών του ΔΝΤ (σ. 32) ότι δεν λαμβάνονται υπόψη πιθανές δευτερογενείς επιπτώσεις, όπως οι τυχόν αντιδράσεις άλλων κατηγοριών επενδυτών στη συμπεριφορά των SWFs, ενώ τονίζεται (σ. 30) ότι είναι σε μεγάλο βαθμό ευαίσθητα σε πιθανές αλλαγές των αρχικών υποθέσεων εργασίας (π.χ. σε μια πιθανή απόφαση των κρατών να εκτρέψουν προς τα SWFs όχι μόνο τα νεοσχηματιζόμενα αλλά και μέρος των ήδη υπαρχόντων αποθεματικών τους). Βλ. επίσης Kern 2007: σσ. 9 και 10, όπου τονίζεται ότι οι όποιες επιπτώσεις στις ροές κεφαλαίου και τις τιμές των διαφόρων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων, που θα προκληθούν από τις μελλοντικές επενδύσεις των SWFs, θα εξαρτηθούν από την αλληλεπίδραση με άλλους παράγοντες των αγορών και, σε κάθε περίπτωση, θα είναι μάλλον μικρές σε σχέση με την

6.3. Επιπτώσεις σε ό,τι αφορά στη διαφάνεια και τη σταθερότητα του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος

Όπως σημειώθηκε και νωρίτερα, ο ρόλος των μεγάλων θεσμικών επενδυτών θεωρείται αναμφίβολα θετικός για τη σταθερότητα των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών. Σύμφωνα δε με αρκετούς σχολιαστές, ειδικά τα SWFs μπορούν να διαδραματίσουν ένα τέτοιο σταθεροποιητικό ρόλο, όχι μόνο εξαιτίας του μεγέθους τους, αλλά και για λόγους όπως οι ακόλουθοι: Ως κατά κανόνα μακροπρόθεσμοι επενδυτές που δεν κάνουν σημαντική χρήση χρηματοοικονομικής μόχλευσης, δεν επηρεάζονται εύκολα από τη βραχυπρόθεσμη αστάθεια των αγορών και δεν υπόκεινται σε πιέσεις για ρευστοποιήσεις τίτλων ακόμα και σε περιόδους ύφεσης των τιμών. Επίσης, κατά τεκμήριο, τα μεγάλα SWFs έχουν συμφέρον να προχωρούν σε σταδιακές και όχι αιφνίδιες αναδιαρθρώσεις του χαρτοφυλακίου τους, ώστε να περιορίζουν τις επιπτώσεις επί των τιμών που μπορούν να επιφέρουν οι συναλλαγές τους. Συνεπώς, οι επενδύσεις τους μπορούν να ενισχύσουν το βάθος και εύρος των αγορών και, στο βαθμό που είναι μακροπρόθεσμες, να συμβάλουν στην αύξηση της αποδοτικότητας και στη μείωση της αστάθειας.⁵⁴

Ωστόσο έχει υποστηριχθεί ότι, δεδομένου του παρόντος και προβλεπόμενου μεγέθους τους, υπάρχουν συνθήκες υπό τις οποίες τα SWFs μπορούν να προκαλέσουν αστάθεια στις αγορές. Καθώς κατέχουν μεγάλες χρηματιστηριακές θέσεις, δεν μπορεί να αποκλεισθεί ότι πραγματικές ή πιθανολογούμενες κινήσεις τους είναι δυνατό να προκαλέσουν αγελαίες συμπεριφορές, παρασύροντας μαζί με άλλους συμμετέχοντες στις αγορές και προκαλώντας έτσι δυσανάλογες μεταβολές στην αξία συγκεκριμένων αξιών αλλά και ολόκληρων κλάδων. Τέτοια φαινόμενα είναι περισσότερο επίφοβα σε «ρηχές» αγορές, όπου οι επιπτώσεις μεγάλων κεφαλαιακών ροών είναι δυσκολότερο να ελεγχθούν. Όμως, δεδομένου του υψηλού βαθμού αλληλεπίδρασης μεταξύ των σύγχρονων οικονομιών, σε ακραίες περιπτώσεις μπορούν να αποσταθεροποιήσουν τις κεφαλαιαγορές σε περιφερειακό ή και παγκόσμιο επίπεδο. Η πιθανότητα εκδήλωσης αγελαίων φαινομένων με αφορμή τις κινήσεις των SWFs ενισχύεται και από την αδιαφάνεια που καλύπτει τα περισσότερα από αυτά σε ό,τι αφορά στη διαχείριση και σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους. Ως κρατικές οντότητες με ειδικό καθεστώς, συνήθως δεν υπόκεινται στις νομικές και διοικητικές προδιαγραφές λειτουργίας που ισχύουν για άλλα επενδυτικά σχήματα, όπως τα τυπικά ασφαλιστικά

επίδραση άλλων μεγαλύτερων θεσμικών επενδυτών. Ο Kern προσθέτει επίσης, ως πιθανή δευτερογενή επίπτωση της επέκτασης αλλά και διαφοροποίησης των επενδύσεων των SWFs, την αύξηση της παγκόσμιας ζήτησης για εξειδικευμένες χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, κυρίως μέσω εξωτερικών αναθέσεων.

⁵⁴ IMF 2007a: σ. 50, IMF 2008a: σσ. 12-3, Kimmitt 2008: σ. 3.

ταμεία. Έτσι, με λίγες εξαιρέσεις που ήδη έχουμε αναφέρει (Νορβηγία, Καναδάς, Αυστραλία, ΗΠΑ και σε μικρότερο βαθμό Σιγκαπούρη), η πληροφόρηση (τόσο από δημόσιες όσο και από ιδιωτικές πηγές) για τις δραστηριότητες και κινήσεις τους είναι γενικά πολύ περιορισμένη. Η αδιαφάνεια αυτή σε συνδυασμό με την πιθανότητα περεταίρω διαφοροποίησης των επενδυτικών τους τακτικών, ώστε να συμπεριλάβουν εναλλακτικές μορφές επενδύσεων υψηλότερου ρίσκου ή και ευρύτερη χρήση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, μπορεί να ενισχύσει σημαντικά την αβεβαιότητα σε σχέση με τη συμπεριφορά τους και άρα την αστάθεια των αγορών. Επιπλέον, σε αντίθεση με τις κεντρικές τράπεζες (που συνήθως είναι παρόμοια αδιαφανείς) τα SWFs έχουν ως πρώτη προτεραιότητα τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων τους και όχι τη σταθερότητα των αγορών. Έτσι, όπως έχει επισημανθεί, είναι πιθανό ότι η συνύπαρξη των SWFs και των κεντρικών τραπεζών στη διαχείριση των κρατικών αποθεματικών μπορεί να οδηγήσει σε αντιφάσεις και να δυσχεράνει το συντονισμό των κινήσεων στην περίπτωση νομισματικών και χρηματοπιστωτικών κρίσεων, καθιστώντας πιο πολύπλοκη την αντιμετώπισή τους.⁵⁵ Τέλος, ένας ακόμα παράγοντας αστάθειας έχει εντοπισθεί στην ασάφεια που χαρακτηρίζει τόσο τη διοικητική διάρθρωση των περισσότερων SWFs, όσο και τις σχέσεις τους με τις κυβερνήσεις που τα κατευθύνουν (σε ό,τι αφορά στην αυτοτέλειά τους αλλά και στις διαδικασίες ελέγχου και λογοδοσίας), με αποτέλεσμα να καθίσταται πιο πιθανή η αιφνιδιαστική αλλαγή των διοικήσεων και των πολιτικών τους αλλά και να εγείρονται αμφιβολίες για την αποτελεσματικότητα των επενδυτικών επιλογών τους.⁵⁶

Τέλος, μια άλλη πτυχή της λειτουργίας των SWFs που άπτεται γενικότερα της ισορροπίας των παγκόσμιων οικονομικών ροών, αφορά στην πιθανή συμβολή τους στη συνέχιση επιβλαβών μακροοικονομικών πολιτικών από τις χώρες προέλευσής τους. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με κριτική που ασκείται επισήμως από την αμερικανική κυβέρνηση, θα πρέπει να αποτραπεί το ενδεχόμενο SWFs τροφοδοτούμενα κυρίως από επεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος (όπως είδαμε ότι κατά κανόνα συμβαίνει στις χώρες εξαγωγής μη βασικών προϊόντων) να χρησιμοποιούνται για τη συσσώρευση επιπλέον ξένων αποθεματικών, με σκοπό την αποφυγή ανατίμησης του εγχώριου νομίσματος.⁵⁷ Βέβαια, αξίζει να σημειωθεί ότι η κριτική αυτή (που προφανώς υπονοεί την περίπτωση της Κίνας) λαμβάνει υπόψη μόνο τη μια πλευρά του νομίσματος των παγκόσμιων ανισορροπιών (δηλ. τη διατήρηση ενός σκόπιμα υποτιμημένου γουάν για να μην πληγεί η κινεζική ανταγωνιστικότητα) αλλά αποσιωπά τις ευθύνες των ΗΠΑ για τη διόγκωση του δημοσίου τους

⁵⁵ Kern 2007: σ. 11, IMF 2008a: σ. 13.

⁵⁶ IMF 2007a: σ. 50, IMF 2008a: σ. 14.

⁵⁷ Kimmitt 2007 και Kimmitt 2008: σ. 3.

χρέους και του ελλείμματος εξωτερικών πληρωμών – πολιτικές που από τη σκοπιά του οικονομικού ορθολογισμού είναι εξίσου, αν όχι περισσότερο, επιβλαβείς.⁵⁸

6.4. Επιπτώσεις σε επίπεδο οικονομικής πολιτικής και πολιτικής ασφαλείας

Καθώς τελούν υπό κρατικό έλεγχο, τα SWFs καθίστανται στα μάτια αρκετών αναλυτών ύποπτα για αναποτελεσματικές επενδυτικές συμπεριφορές που αντιβαίνουν στους κανόνες της ελεύθερης αγοράς και στο δόγμα της ελάχιστης δυνατής παρέμβασης του κράτους στην οικονομία. Υπό την έννοια αυτή οι επενδύσεις τους και ειδικά όσες αποσκοπούν στην πλήρη εξαγορά ή στην απόκτηση ελέγχου επιχειρήσεων που λειτουργούν στο πλαίσιο οικονομιών της αγοράς, φαίνονται να αντιστρατεύονται την κυρίαρχη σε αυτές λογική της ιδιωτικοποίησης, σύμφωνα με την οποία ο ανταγωνισμός εξασφαλίζει βέλτιστη κατανομή πόρων και αποτελεσματικότερη παροχή υπηρεσιών. Σχολιαστές όπως ο πρώην Υπουργός Οικονομικών των ΗΠΑ Lawrence Summers, θεωρούν ότι τέτοιες επενδυτικές κινήσεις από κρατικά ελεγχόμενους φορείς τρίτων χωρών έχουν μερικώς το χαρακτήρα «διασυννοριακής εθνικοποίησης» και συνεπώς η οικονομική λογική τους θα πρέπει να ελέγχεται αυστηρά. Σύμφωνα δε με αυτή τη νεοφιλελεύθερης προέλευσης καχυποψία έναντι της κρατικής επιχειρηματικότητας, η ενεργός ανάμειξη των SWFs στη διοίκηση των επιχειρήσεων όπου επενδύουν μπορεί να αλλοιώσει τα πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης που βασίζονται στους κανόνες της αγοράς και να μειώσει την ανταγωνιστικότητα.⁵⁹

Ωστόσο, οι επιφυλάξεις αυτές έχουν δεχτεί σοβαρή κριτική με κύριο επιχείρημα ότι, σε τελευταία ανάλυση, η οικονομική λογική της ίδρυσης και λειτουργίας των SWFs είναι στέρεα τεκμηριωμένη, όχι μόνο από την πλευρά των χωρών από τις οποίες προέρχονται (όπως προσπαθήσαμε να δείξουμε νωρίτερα) αλλά και από την πλευρά των οικονομιών στις οποίες επενδύουν τα κεφάλαιά τους. Συγκεκριμένα, οι επενδύσεις αυτές υποστηρίζεται ότι αποτελούν μια πηγή κεφαλαίου για επιχειρήσεις αλλά και ολόκληρες οικονομίες, η οποία διαφορετικά θα απουσίαζε ή θα προσφερόταν με υψηλότερο κόστος. Επιπλέον, τόσο η διαχρονική σταθεροποίηση των δημοσιονομικών εσόδων όσο και η αναδιανομή του εισοδήματος μεταξύ διαφορετικών γενεών, που εξυπηρετούν πολλά SWFs, μπορούν να χαρακτηρισθούν δημόσια αγαθά, τα οποία δεν θα μπορούσαν να παρέχονται

⁵⁸ Επισημαίνοντας τις ευθύνες αμφοτέρων των πλευρών για τη μείωση των παγκόσμιων ανισορροπιών, ο Επίτροπος της ΕΕ Almunia (2008: σ. 6) τόνισε σε πρόσφατη ομιλία του την ανάγκη τόσο για πιο ευέλικτες νομισματικές πολιτικές αλλά και για αύξηση της εσωτερικής κατανάλωσης και επένδυσης στις ασιατικές εξαγωγικές οικονομίες, όσο και για μακροπρόθεσμη αύξηση της εσωτερικής αποταμίευσης στις ΗΠΑ προκειμένου να μειωθεί το έλλειμμα των τρεχουσών συναλλαγών τους. Για τη συμπληρωματικότητα των δύο όψεων του φαινομένου των παγκόσμιων ανισορροπιών από τη σκοπιά της αλληλεξάρτησης, βλ. επίσης, Friedman 2007.

⁵⁹ Summers 2007, Kimmitt 2008: σ. 4, WEF 2008.

επαρκώς και αποκλειστικά από τις αγορές. Συνεπώς, από τη σκοπιά αυτή, μπορούμε βάσιμα να ισχυρισθούμε ότι τα SWFs καλύπτουν αποτυχίες της αγοράς και άρα η παρουσία τους κάθε άλλο παρά επιβλαβής μπορεί να χαρακτηριστεί από οικονομική άποψη, υπό την προϋπόθεση βέβαια ότι λειτουργούν αποδοτικά και με κύριο σκοπό τη μεγιστοποίηση των κερδών τους. Τέλος, υποστηρίζεται πειστικά ότι ο διαχειριστικός επαγγελματισμός και η μακρά εμπειρία που χαρακτηρίζουν τα περισσότερα από τα μεγάλα SWFs, όχι μόνο δεν ευνοούν την άποψη ότι οι επενδύσεις τους θέτουν σε κίνδυνο την τήρηση βασικών αρχών εταιρικής διακυβέρνησης αλλά, αντίθετα, συνηγορούν στο ότι η ενεργητική από πλευράς τους ανάμειξη στη διοίκηση των επιχειρήσεων θα ασκούσε πίεση για βελτίωση της αποδοτικότητας και ανταγωνιστικότητας.⁶⁰

Η άποψη περί ελλιπούς αποδοτικότητας των επενδύσεων που προέρχονται από τα SWFs, ως κρατικά ελεγχόμενους φορείς, είναι στενά συνυφασμένη και με την υποψία ότι τα κίνητρα πίσω από τις επενδύσεις αυτές δεν είναι αμιγώς οικονομικά (δηλ. δεν αφορούν απλώς μεγιστοποίηση του κέρδους) αλλά μπορούν να έχουν και πολιτικό χαρακτήρα. Ειδικότερα, η συζήτηση σε πολλές βιομηχανικές οικονομίες έχει επικεντρωθεί στην ανησυχία ότι επενδύσεις από τρίτες χώρες είναι δυνατό να έχουν συνέπειες από άποψη εθνικής ασφάλειας, κυρίως όταν αποσκοπούν είτε στον έλεγχο επί στρατηγικής σημασίας επιχειρήσεων, είτε στην απόκτηση τεχνογνωσίας σε ευαίσθητους τομείς (σχετιζόμενων π.χ. με αμυντική βιομηχανία, ενέργεια, υποδομές δικτύων και υψηλές τεχνολογίες). Ο σκεπτικισμός δε αυτός γίνεται ακόμα εντονότερος όταν τίθεται το ζήτημα της αμοιβαιότητας σε ό,τι αφορά τη διευκόλυνση των ξένων επενδύσεων, εφόσον μάλιστα ορισμένες από τις χώρες προέλευσης των SWFs που είναι πιο «ύποπτες» για πολιτικά επενδυτικά κίνητρα, όπως η Κίνα και η Ρωσία, αλλά και κάποιες από τις μεγαλύτερες αναδυόμενες οικονομίες (Ινδία, Μεξικό, Ν. Αφρική) εμφανίζονται να είναι από τις πλέον «κλειστές» και προστατευτικές.⁶¹ Ανάλογη είναι και η επιφύλαξη ότι οι επενδύσεις των SWFs μπορούν να εντάσσονται στην προσπάθεια των χωρών προέλευσής τους για δημιουργία «εθνικών πρωταθλητών», μέσω της

⁶⁰ Για μια σύνοψη της κριτικής αυτής, βλ. Kern 2007: σ. 13 και 16. Για παράδειγμα, η τοποθέτηση των SWFs ως παθητικών επενδυτών στις δυτικές τράπεζες που επλήγησαν από την κρίση των ενυπόθηκων δανείων στις ΗΠΑ μπορεί, σύμφωνα με αρκετούς αναλυτές, να αποβεί αρνητική, καθώς συνεπάγεται απουσία πίεσης εκ μέρους τους για αναγκαίες μεταρρυθμίσεις (βλ. σχετικά, Sender 2008).

⁶¹ Σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατη ενημέρωση του δείκτη κανονιστικών περιορισμών στις ΑΞΕ (FDI regulatory restrictiveness index) που δημοσιεύει ο ΟΟΣΑ με διαβάθμιση από το 1 (πλέον κλειστή) ως το 0 (πλέον ανοικτή), ως πιο περιοριστικές έναντι των ΑΞΕ οικονομίες εμφανίζονται η Κίνα (0,405), η Ινδία (0,401) και η Ρωσία (0,318), όταν ο μέσος όρος των 43 χωρών (29 μελών και 14 μη-μελών του ΟΟΣΑ) που αξιολογούνται είναι 0,157 – βλ. σχετικά, OECD 2007b: σσ. 135-143. Το ζήτημα της αμοιβαιότητας των επενδυτικών διευκολύνσεων έχει τεθεί συχνά στην πολιτική ατζέντα των ανεπτυγμένων χωρών (π.χ. σε πρόσφατες δηλώσεις του Πρωθυπουργού του Λουξεμβούργου Juncker και του βρετανού Υπουργού Οικονομικών Darling) - βλ. σχετικά, Hildebrand 2007: σ. 9, Kern 2007: σσ. 15-6 και UNCTAD 2006: σ. 227.

εξαγοράς ανταγωνιστικών επιχειρήσεων ή και της απόκτησης τεχνολογιών και επιχειρηματικών τεχνικών στις οποίες υστερούν.⁶² Στην ίδια κατεύθυνση κινούνται και οι φόβοι που έχουν εκφρασθεί σχετικά με τη δυνατότητα των SWFs να απολαμβάνουν αθέμιτα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα έναντι του ιδιωτικού τομέα, τόσο εκ του γεγονότος ότι πιθανώς έχουν πρόσβαση σε επιπλέον πληροφόρηση σχετικά με τους ανταγωνιστές τους (π.χ. μέσω κρατικών υπηρεσιών πληροφοριών), όσο και στη βάση της δυνατότητάς τους να αντλούν κεφάλαια από τις αγορές με ευνοϊκότερους όρους, καθώς καλύπτονται (ή εικάζεται ότι καλύπτονται) από κρατική εγγύηση.⁶³

6.5. Αφορμές του προβληματισμού και κριτική που ασκείται ως προς τη βασιμότητά του

Οι απόψεις των περισσότερων σχολιαστών συγκλίνουν στο ότι οι προηγούμενες ανησυχίες, αν και δεν έχουν μέχρι σήμερα επιβεβαιωθεί πρακτικά από τις επενδυτικές επιλογές των SWFs, είναι θεμιτές και θα πρέπει να αντιμετωπισθούν αλλά σε ρεαλιστική βάση και χωρίς υπερβολές που θα θέσουν σε κίνδυνο την ελεύθερη ροή των επενδύσεων. Από φιλελεύθερη μάλιστα σκοπιά, έχει επισημανθεί ότι η ένταση των διασυνοριακών επενδύσεων αλλά και του διεθνούς εμπορίου, ενισχύουν τους δεσμούς των κρατών και δημιουργούν κοινά συμφέροντα που θίγονται από τη δημιουργία εντάσεων, σφυρηλατώντας έτσι την οικονομική αλλά και πολιτική σταθερότητα. Άλλωστε, όπως παρατηρεί ο John Kay, η σχέση μεταξύ διεθνούς πολιτικής και διεθνών επενδύσεων είναι τόσο παλιά όσο και το εμπόριο και η Ιστορία διδάσκει ότι, διαχρονικά, όποτε τα ιδιοκτησιακά δικαιώματα συγκρούονται με την πολιτική κυριαρχία, η τελευταία σχεδόν πάντοτε υπερισχύει.⁶⁴ Συνεπώς, δεν είναι λίγοι εκείνοι που υποστηρίζουν ότι ο πραγματικός κίνδυνος βρίσκεται περισσότερο όχι στην πιθανότητα επιβεβαίωσης τέτοιων φόβων, αλλά κυρίως στην έξαρση του προστατευτισμού που ενδέχεται να πυροδοτήσουν αυτοί, με αποτέλεσμα την περιστολή της ροής των διεθνών επενδύσεων και την εμφάνιση φαινομένων κανονιστικού arbitrage, με τα SWFs (και ενδεχομένως άλλους θεσμικούς επενδυτές που θα πληγούν) να κατευθύνονται εκεί όπου θα υπάρχουν οι λιγότεροι περιορισμοί.⁶⁵ Μάλιστα, όπως θα δούμε και στη συνέχεια, η αποτροπή της εκδήλωσης ανεπιθύμητου προστατευτισμού βρίσκεται στο επίκεντρο των προτάσεων που έχουν κατατεθεί από το ΔΝΤ, τον ΟΟΣΑ και την ΕΕ για την αντιμετώπιση των προβληματισμών που δημιουργεί η παρουσία των SWFs στις ανεπτυγμένες οικονομίες.

⁶² Summers 2007.

⁶³ Kimmitt 2008: σ. 4.

⁶⁴ Kay 2008.

⁶⁵ UNCTAD 2006: σ. 227, Hildebrand 2007: σ. 8, IMF 2008a: σ. 15.

Κλείνοντας την ενότητα αυτή, θα πρέπει να ξεκαθαρίσουμε ότι οι προβληματισμοί που εκτέθηκαν (ειδικά ως προς το τελευταίο σκέλος τους) είχαν μάλλον ως αφορμή συγκεκριμένες μεγάλες επενδυτικές κινήσεις, οι οποίες στόχευαν στην εξαγορά δυτικών επιχειρήσεων στρατηγικής σημασίας και στην πλειονότητα τους δεν πραγματοποιήθηκαν από SWFs (όπως τουλάχιστον τα έχουμε ορίσει για τους σκοπούς της παρούσας εργασίας) αλλά κυρίως από επιχειρήσεις και άλλες επενδυτικές οντότητες του αναπτυσσόμενου κόσμου, σε πλείστες περιπτώσεις (αλλά όχι πάντοτε) κρατικά ελεγχόμενες.⁶⁶ Οι κινήσεις αυτές φαίνεται να σηματοδοτούν μια στροφή των αναπτυσσόμενων κρατών προς ένα πιο ενεργητικό επενδυτικό προφίλ, με κύριο χαρακτηριστικό τη σταδιακή αύξηση των άμεσων επενδύσεων (δηλ. όσων αποσκοπούν στην ανάληψη του ελέγχου ξένων επιχειρήσεων μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων)⁶⁷ έναντι των παθητικών επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Έλαβαν δε μεγάλη δημοσιότητα, ρίχνοντας φως στον αυξανόμενο δυναμισμό των αναδύμενων οικονομιών και στην πιθανή ανακατανομή της παγκόσμιας οικονομικής (και ενδεχομένως πολιτικής) ισχύος, που αυτός συνεπάγεται. Κατά συνέπεια, η ανάλυση των επιπτώσεων, ειδικά σε πολιτικό επίπεδο, θεωρούμε ότι δεν μπορεί να περιορισθεί στη συμπεριφορά των SWFs, παρόλο που σε επίπεδο δημόσιου διαλόγου συνδέθηκε στενά με αυτά, κυρίως λόγω της ασαφούς οριοθέτησής τους σε σχέση με άλλες μορφές κρατικού καπιταλισμού. Αντιθέτως, θα πρέπει να πραγματοποιηθεί στο ευρύτερο πλαίσιο των διεθνών επενδύσεων που προέρχονται από τις χώρες του αναπτυσσόμενου κόσμου, στις οποίες, άλλωστε, ανήκει και η συντριπτική πλειονότητα των σχημάτων αυτών. Στο βαθμό δε που η ανησυχία σχετικά με τη δράση τους φαίνεται να εστιάζεται στο ενδεχόμενο της άσκησης ελέγχου ή επιρροής σε ευαίσθητους τομείς της οικονομίας άλλων χωρών, η προσοχή μας μπορεί να επικεντρωθεί στο πεδίο των άμεσων ξένων επενδύσεων.

⁶⁶ Βλ. Παράρτημα 5.

⁶⁷ Εκτιμάται ότι οι επενδύσεις του τύπου αυτού από SWFs αναπτυσσόμενων οικονομιών έχουν ξεπεράσει τα 100 δις δολάρια από το 2006 ως σήμερα, περιλαμβανομένων των πρόσφατων εξαγορών στον πιστωτικό τομέα. Συνολικά πάντως πρέπει να τονισθεί ότι το ποσοστό των άμεσων ξένων επενδύσεων (ΑΞΕ), παρότι αυξανόμενο, παραμένει μικρό επί του συνόλου των τοποθετήσεων των SWFs - π.χ. υπολογίζεται σε μόλις 3% των επενδύσεων που πραγματοποίησαν τα SWFs των πετρελαιο-εξαγωγικών χωρών το 2006 (IFSL 2008: σσ. 6-7). Πιο δραστήρια στον τομέα των ΑΞΕ εμφανίζονται τα non-commodity SWFs των ασιατικών χωρών, με χαρακτηριστικότερο παράδειγμα εκείνα της Σιγκαπούρης (OECD 2007: σσ. 4-5), που υπολογίζεται ότι εντός του 2007 δαπάνησαν περί τα 30 δις δολάρια για εξαγορές επιχειρήσεων και μειοψηφικών μετοχικών πακέτων (IFSL 2008: σ. 3).

7. Άμεσες ξένες επενδύσεις από αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση οικονομίες: Εξελίξεις και προοπτικές.

7.1. Το σύγχρονο τοπίο των Άμεσων Ξένων Επενδύσεων: Ανάπτυξη και συγκέντρωση

Ως Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (ΑΞΕ) γενικά ορίζονται όσες διεθνείς (διασυνοριακές) επενδύσεις αποσκοπούν στην απόκτηση από μια οντότητα (επενδυτή) εγκατεστημένη σε μια οικονομία διαρκών συμφερόντων σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε άλλες οικονομίες. Η έννοια του διαρκούς συμφέροντος συνεπάγεται την ύπαρξη μιας μακροπρόθεσμης σχέσης μεταξύ του επενδυτή και της επιχείρησης, καθώς και την άσκηση σημαντικής επιρροής από τον επενδυτή στη διοίκηση αυτής. Η δυνατότητα άσκησης τέτοιας επιρροής συνήθως συνδέεται με την κατοχή ενός μεριδίου από 10% και άνω των μετοχών ή των ψήφων στο διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης, εκτός αν αποδεικνύεται ότι μπορεί να υπάρξει και με μικρότερο μερίδιο.⁶⁸ Σε κάθε περίπτωση, παρότι η άσκηση σημαντικής επιρροής δεν ταυτίζεται απαραίτητα με τον πλήρη έλεγχο, κύριο χαρακτηριστικό των ΑΞΕ, το οποίο και συνιστά ειδοποιό διαφορά τους από τις διεθνείς επενδύσεις χαρτοφυλακίου (ή έμμεσες επενδύσεις), αποτελεί η βούληση του επενδυτή για απόκτηση ελέγχου (μερικού ή ολικού) επί της ξένης επιχείρησης – στόχου.⁶⁹ Επίσης, καθώς ουσιαστικό γνώρισμα μιας ΑΞΕ θεωρείται η ύπαρξη μακροπρόθεσμης σχέσης του επενδυτή με μια επιχείρηση, οι επενδυτικές ροές που εντάσσονται σε αυτή την κατηγορία περιλαμβάνουν κατεξοχήν κεφάλαια που κατευθύνονται άμεσα ή έμμεσα από τον επενδυτή στην επιχείρηση υπό μορφή μετοχικού κεφαλαίου, επανεπένδυσης κερδών και ενδοεπιχειρησιακών δανείων ή πιστώσεων (μεταξύ μητρικών και θυγατρικών ή συνδεδεμένων εταιρειών).⁷⁰

Οι ΑΞΕ διακρίνονται χονδρικά σε δύο κατηγορίες: Αφενός, εκείνες που εκκινούν εκ του μηδενός (greenfield FDI), οι οποίες συνεπάγονται την εγκατάσταση νέων υποδομών (κτηρίων, μονάδων παραγωγής, εξοπλισμού κτλ) καθώς και τη μεταφορά κεφαλαίου ή και τεχνογνωσίας στη χώρα

⁶⁸ Πάντως, οι απόψεις διίστανται σε ό,τι αφορά το ποσοστό μετοχών που πρέπει να κατέχει ένας επενδυτής ώστε να ασκεί αποτελεσματικό έλεγχο σε μια επιχείρηση. Σύμφωνα με αρκετούς μελετητές το ποσοστό αυτό πρέπει να είναι τουλάχιστον 25%. Επίσης, δεν αποκλείεται η άσκηση κάποιας μορφής ελέγχου και χωρίς την κατοχή μετοχικού κεφαλαίου, μέσω αδειών παραγωγής και συμφωνιών δικαιόχρησης (licensing, franchising) ή υπεργολαβιών (Μελάς & Πολλάλης 2005: σσ. 229-30 και Κυρκιλής 2002: σ. 18).

⁶⁹ Για τον ορισμό και τα κύρια χαρακτηριστικά των ΑΞΕ, βλ. IMF 1993: παράγραφοι 359 – 367, OECD 1996: παράγραφοι 5 – 11, καθώς και <http://www.unctad.org/Templates/Page.asp?intItemID=3146&lang=1> . Για τις διαφορές μεταξύ άμεσων και έμμεσων επενδύσεων, βλ. ενδεικτικά, Μελάς & Πολλάλης 2005: σσ. 241-2 και O'Brien & Williams 2004: σσ. 168-9.

⁷⁰ IMF 1993: παράγραφοι 368 – 374, Μελάς 1999: σσ. 134-6, OECD 2007b: σ. 20, Στεφάνου & Γκόρτσος 2006: σσ. 128-9.

υποδοχής. Αφετέρου, εκείνες που συνίστανται σε μερικές ή ολικές εξαγορές υπαρχουσών επιχειρήσεων μιας χώρας από επιχειρήσεις του εξωτερικού ή σε συγχωνεύσεις ενεργητικού και παθητικού μεταξύ επιχειρήσεων διαφορετικών χωρών (mergers & acquisitions). Η βασική διαφορά των δύο κατηγοριών συνίσταται στο ότι η πρώτη συνεπάγεται τη δημιουργία από τον επενδυτή νέων επιχειρηματικών οντοτήτων στο εξωτερικό (υπό μορφή θυγατρικών, παραρτημάτων κτλ), ενώ η δεύτερη απλώς την αλλαγή ιδιοκτησίας περιουσιακών στοιχείων υφιστάμενων επιχειρήσεων.⁷¹

Έχοντας ως κύριους φορείς εκτέλεσης τις πολυεθνικές επιχειρήσεις, οι ΑΞΕ για πολλούς μελετητές αποτέλεσαν και συνεχίζουν να αποτελούν μια από τις κινητήριες δυνάμεις της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας. Είναι χαρακτηριστικό ότι μεταξύ 1960 και 1980 ο ρυθμός ανάπτυξής τους υπήρξε, κατά μέσο όρο, τρεις φορές μεγαλύτερος από αυτόν των διεθνών εμπορικών συναλλαγών, καθώς και ότι το 2000 οι παγκόσμιες ροές των ΑΞΕ, σημειώνοντας τιμές-ρεκόρ, έφτασαν να αντιπροσωπεύουν το 18% των παγκόσμιων εξαγωγών (έναντι του 4,6% το 1990) και το 3,9% του παγκόσμιου ΑΕΠ (έναντι 0,9% το 1990).⁷² Όπως φαίνεται στο διάγραμμα 5, η μεγέθυνση του όγκου των ΑΞΕ συνεχίστηκε αμείωτη, μετά από μια περίοδο σημαντικής κάμψης μεταξύ 2000 και 2003, η οποία υπήρξε συνέπεια της επιβράδυνσης του ρυθμού ανάπτυξης των βιομηχανικών χωρών και κυρίως της Ευρωζώνης και της Ιαπωνίας. Έτσι, το 2006 οι παγκόσμιες εισροές ΑΞΕ ξεπέρασαν τα 1,3 τρις δολάρια, αυξημένες κατά 38% σε σχέση με το προηγούμενο έτος και πλησιάζοντας το ιστορικό ρεκόρ των 1,4 τρις δολαρίων του 2000.⁷³ Παραμένουν, ωστόσο, σε μεγάλο βαθμό συγκεντρωμένες στις ανεπτυγμένες οικονομίες του κόσμου, παρόλο που αυτός ο βαθμός συγκέντρωσης έχει μειωθεί αισθητά σε σχέση με τις προηγούμενες δεκαετίες, τόσο ως προς τα ετήσια επίπεδα (βλ. διάγραμμα 6), όσο και ως προς το συνολικό απόθεμα των εισροών ΑΞΕ στις ανεπτυγμένες χώρες, το οποίο περιορίστηκε από 79,5% του παγκόσμιου αποθέματος το 1990 σε 70,5% το 2006.⁷⁴

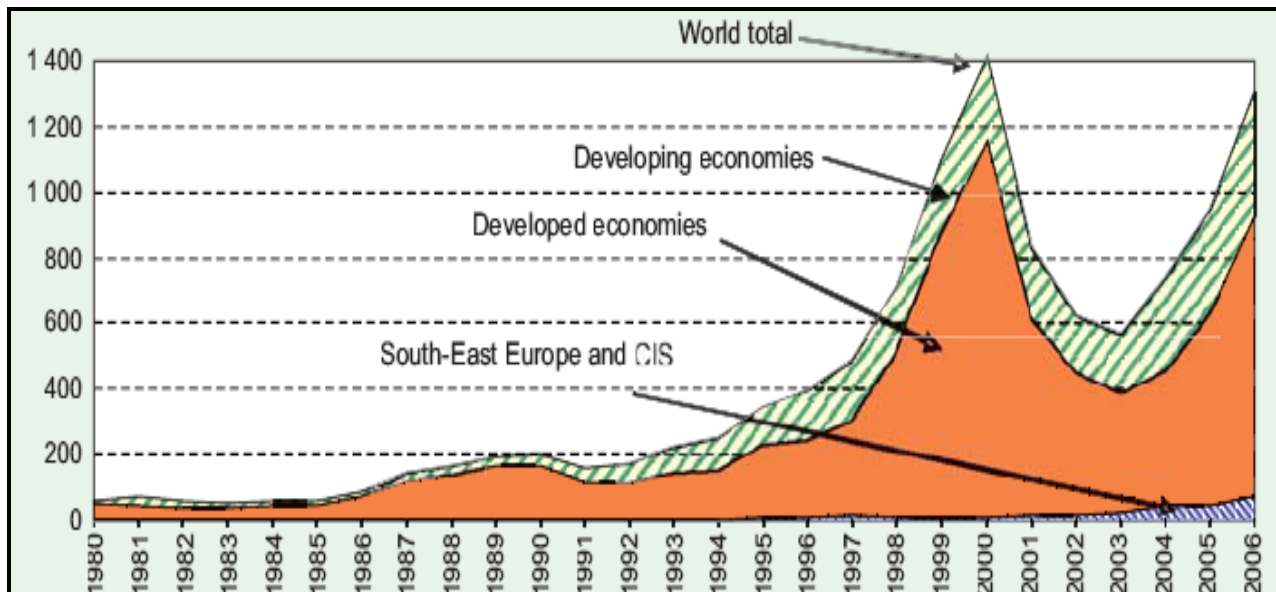
⁷¹ Μάλιστα στην περίπτωση που η εξαγορά ή συγχώνευση συνίσταται απλώς στην ανταλλαγή πακέτων μετοχών, δεν υφίστανται καν διασυνοριακές ροές κεφαλαίου κατά τη συναλλαγή. Σχετικά με τις διαφορές των δύο κατηγοριών, βλ. ενδεικτικά, UNCTAD 2006: σσ. 15-6 και Μελάς & Πολλάλης 2005: σσ. 230-3.

⁷² Ρουμελιώτης 2002: σσ. 196-7 και Ρουμελιώτης 2006: σ. 67.

⁷³ UNCTAD 2006: σ. 3-4, UNCTAD 2007: σ. 3.

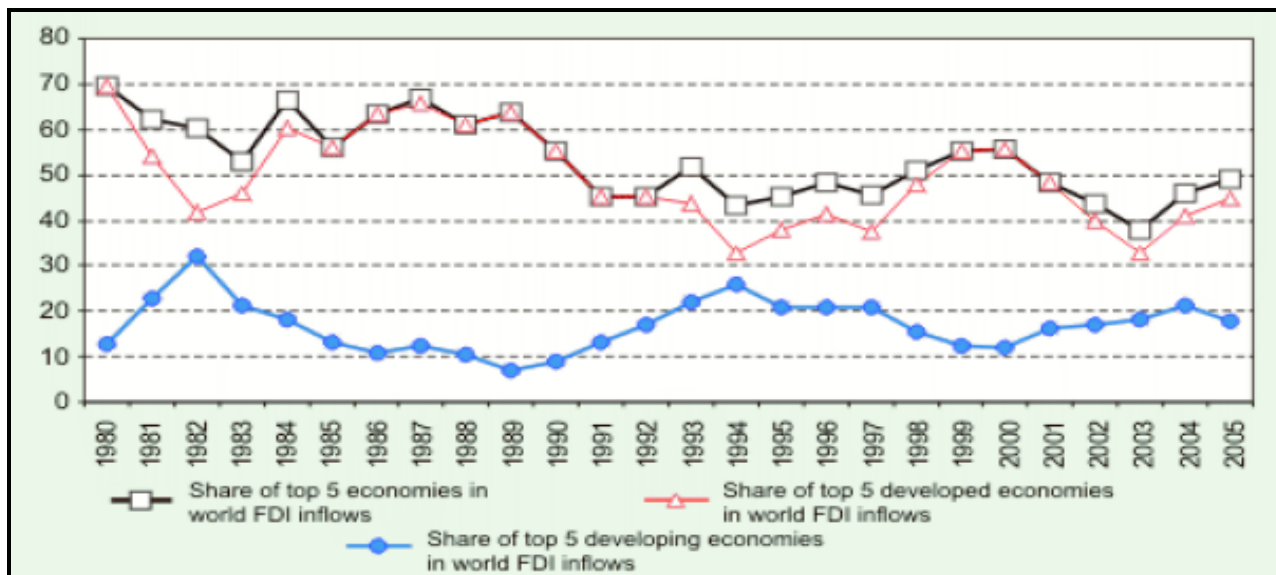
⁷⁴ UNCTAD 2007: Annex table B.2 (σσ. 255-8).

Διάγραμμα 5. Παγκόσμιες εισροές ΑΞΕ 1980 – 2006 (σε δις δολάρια).



Πηγή: UNCTAD 2007: σ. 3.

Διάγραμμα 6. Βαθμός συγκέντρωσης των εισροών ΑΞΕ: μερίδιο (%) των κορυφαίων αποδεκτών (1980 – 2005).



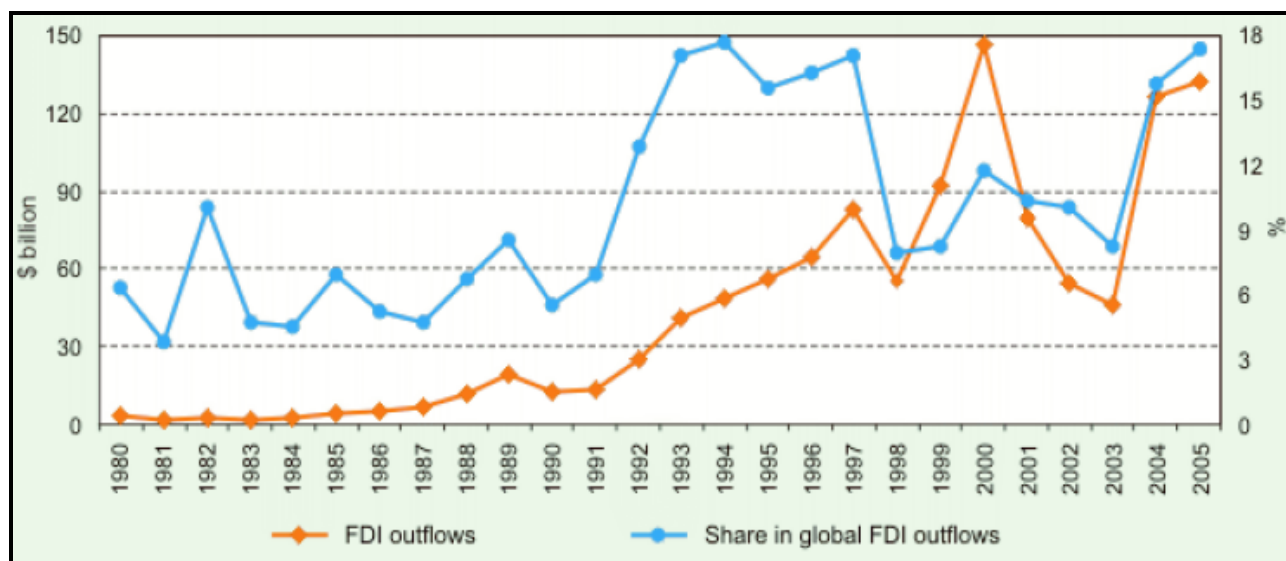
Πηγή: UNCTAD 2006: σ. 4.

7.2. Ο αναδυόμενος επενδυτικός ρόλος των αναπτυσσόμενων και υπό μετάβαση οικονομιών

Ειδικά ως προς τις εκροές των ΑΞΕ που μας ενδιαφέρουν εδώ, οι ανεπτυγμένες οικονομίες επίσης εξακολουθούν να κατέχουν το μερίδιο του λέοντος (περίπου 84% των ετήσιων παγκόσμιων εκροών και 86% του παγκόσμιου αποθέματος το 2006). Ωστόσο, τα στοιχεία των τελευταίων ετών

υποδεικνύουν τον δυναμισμό των αναπτυσσόμενων οικονομιών ως πηγών ΑΞΕ, κυρίως μέσω ενός αυξανόμενου αριθμού πολυεθνικών επιχειρήσεων (τόσο ιδιωτικών όσο και κρατικών) με σημαντική διεθνή παρουσία. Έτσι, οι ΑΞΕ που προήλθαν από τις αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση οικονομίες άγγιξαν τα 193 δις δολάρια το 2006 (16% των παγκόσμιων εκροών), αυξημένες κατά 48% σε σχέση με το προηγούμενο έτος, ενώ το μερίδιο των οικονομιών αυτών στο παγκόσμιο απόθεμα εκροών ΑΞΕ αυξήθηκε από 8% (146 δις δολάρια) το 1990 σε 14% (1,76 τρις δολάρια) το 2006. Είναι δε χαρακτηριστικό ότι το 1990 μόλις 6 από τις οικονομίες αυτές παρουσίαζαν αποθέματα εκροών ΑΞΕ μεγαλύτερα των 5 δις δολαρίων (1 στην Αφρική, 2 στη Λ. Αμερική και 3 στην Ασία), ενώ το 2006 το κατώφλι αυτό είχε ξεπεραστεί από 25 οικονομίες (2 στην Αφρική, 9 στη Λ. Αμερική και Καραϊβική, 13 στην Ασία και 1 στην πρώην Σοβιετική Ένωση).⁷⁵

Διάγραμμα 7. Εκροές ΑΞΕ από αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση οικονομίες (1980 – 2005).



Πηγή: UNCTAD 2006: σ. 107.

Την προηγούμενη εικόνα ενισχύουν, επίσης, τα στοιχεία για τον αριθμό και την ανάπτυξη των διεθνών δραστηριοτήτων των πολυεθνικών επιχειρήσεων που προέρχονται από τις οικονομίες αυτές: Από το σύνολο των αναπτυσσόμενων και υπό μετάβαση οικονομιών μόλις 19 επιχειρήσεις εντάσσονταν το 1990 στον κατάλογο των πεντακοσίων μεγαλύτερων πολυεθνικών που συντάσσει το

⁷⁵ Η πλέον πρόσφατη κατηγοριοποίηση της UNCTAD που ακολουθούμε εδώ περιλαμβάνει συνολικά 208 οικονομίες (κράτη αλλά και εξαρτημένες περιοχές) εκ των οποίων 36 χαρακτηρίζονται ανεπτυγμένες, 153 αναπτυσσόμενες (54 στην Αφρική, 42 στη Λατινική Αμερική και στην Καραϊβική, 57 στην Ασία και Ωκεανία) και 19 υπό μετάβαση (7 στη ΝΑ Ευρώπη και 12 στην πρώην Σοβιετική Ένωση). Για πλήρη κατάλογο των οικονομιών και για τα στοιχεία όπου βασίζονται οι υπολογισμοί, βλ. UNCTAD 2007: Annex tables B.1 και B.2 (σσ. 251-8) καθώς και την ηλεκτρονική βάση δεδομένων <http://stats.unctad.org/fdi/ReportFolders/ReportFolders.aspx>.

περιοδικό Fortune, ενώ το 2007 ο αριθμός αυτός είχε αυξηθεί σε 69.⁷⁶ Υπολογίζεται δε ότι ο συνολικός αριθμός των μητρικών εταιρειών με έδρα μόνο τη Βραζιλία, την Κίνα (περιλαμβανομένου του Χόνγκ Κόνγκ), την Ινδία και τη Ν. Κορέα έχει πολλαπλασιαστεί από περίπου 3.000 σε πάνω από 13.000 κατά την προηγούμενη δεκαετία. Επίσης, μεταξύ 1990 και 2006 το συνολικό μερίδιο των αναπτυσσόμενων και υπό μετάβαση οικονομιών (ως αγοραστών) στις παγκόσμιες συγχωνεύσεις και εξαγορές αυξήθηκε από 4,4% (6,7 δις δολάρια) σε 14,5% (127,9 δις δολάρια) με όρους αξίας συναλλαγών και από 4,9% σε 16,5% με όρους αριθμού συμφωνιών. Είναι μάλιστα ενδεικτικό ότι από τις 172 διασυνοριακές συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών με αξία άνω του 1 δις δολαρίων που πραγματοποιήθηκαν το 2006, οι 28 (ποσοστό 16,3% επί του συνολικού αριθμού και 13,5% επί της συνολικής αξίας αυτών) πραγματοποιήθηκαν από αγοραστές με έδρα σε αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση οικονομίες, ενώ 17 από τις 28 είχαν ως στόχο εταιρείες ανεπτυγμένων χωρών.⁷⁷

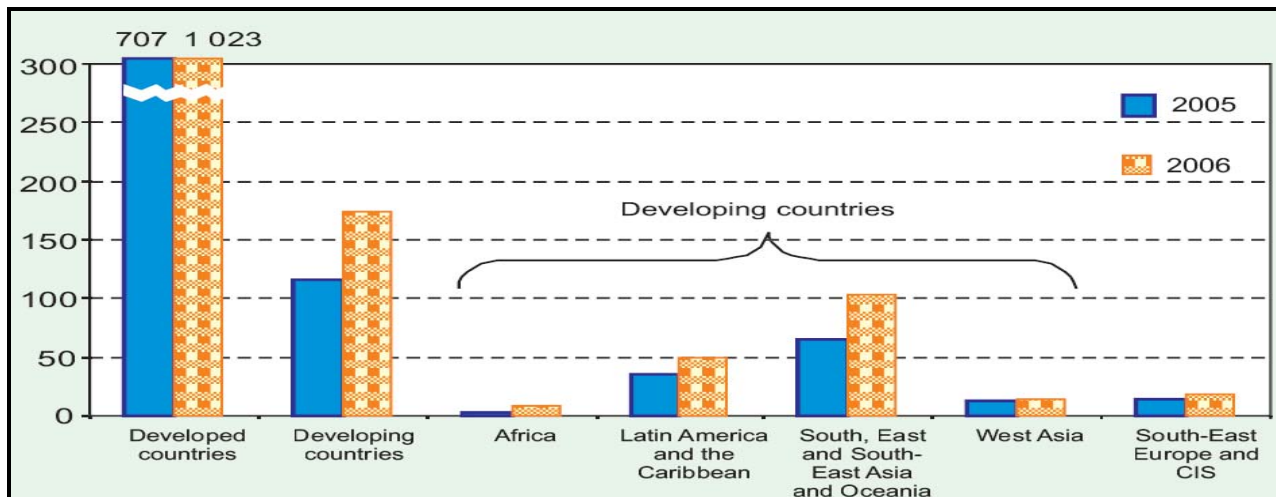
Σε ό,τι αφορά στην γεωγραφική κατανομή, χαρακτηριστική είναι τόσο η θεαματική αύξηση του μεριδίου της αναπτυσσόμενης Ασίας στο συνολικό απόθεμα των εκροών που προέρχονται από τις αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση οικονομίες (από 45,3% το 1990 σε 65,3% το 2006), όσο και η προέλευση της συντριπτικής πλειονότητας των εκροών από ένα πολύ περιορισμένο αριθμό οικονομιών: Υπολογίζεται ότι το 2006 το 71% του συνολικού αποθέματος των εκροών ΑΞΕ από τις εν λόγω οικονομίες προήλθε από πέντε μόλις προορισμούς: την Κίνα (μαζί με το Χόνγκ Κόνγκ), τη Ρωσική Ομοσπονδία, τη Σιγκαπούρη, την Ταϊβάν και τις Βρετανικές Παρθένους Νήσους.⁷⁸

⁷⁶ Κίνα: 24, Ν. Κορέα: 14, Ινδία: 6, Ταϊβάν: 6, Βραζιλία: 5, Μεχικό: 5, Ρωσική Ομοσπονδία: 4 και από 1 η Σιγκαπούρη, η Μαλαισία, η Σ. Αραβία, η Ταϊλάνδη και η Τουρκία – βλ. UNCTAD 2006: σ. 122 και http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2007/full_list/. Επίσης, 7 πολυεθνικές από τον αναπτυσσόμενο κόσμο, (6 ασιατικές και 1 από το Μεξικό) περιλαμβάνονται στον κατάλογο των 100 μεγαλύτερων μη-χρηματοπιστωτικών εταιρειών του κόσμου για το 2007 (UNCTAD 2007: σ. 24).

⁷⁷ UNCTAD 2006: σσ. 122 κ.ε.. Για τα αναλυτικά στοιχεία στα οποία βασίζονται οι υπολογισμοί, βλ. την ηλεκτρονική βάση δεδομένων της UNCTAD (<http://stats.unctad.org/fdi/ReportFolders/ReportFolders.aspx>) και UNCTAD 2007: Annex table A.I.3 (σσ. 212-5), όπως και το **Παράρτημα 2**.

⁷⁸ UNCTAD 2006: σσ. 112-5 και για τα πλέον επικαιροποιημένα στοιχεία, όπου βασίστηκαν οι υπολογισμοί, UNCTAD 2007: Annex table B.2 (σσ. 255-8).

Διάγραμμα 8. Παγκόσμιες εκροές ΑΞΕ κατά περιφέρεια (σε δις δολάρια), 2005 – 2006.

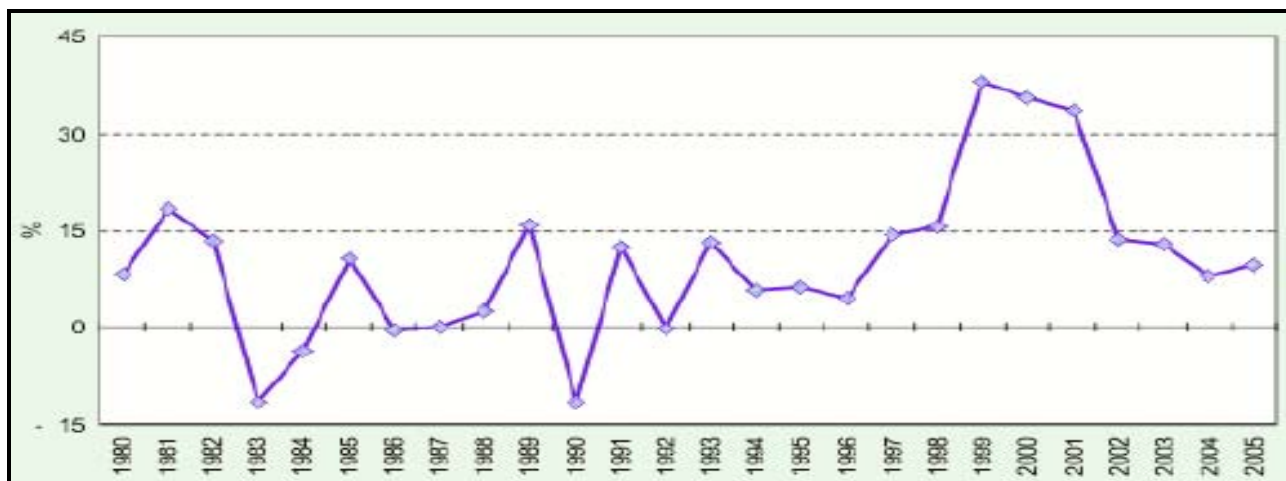


Πηγή: UNCTAD 2007: σ. 33.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει βέβαια να διευκρινίσουμε ότι τα στατιστικά στοιχεία που αφορούν τις εκροές ΑΞΕ από τις αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση οικονομίες υπόκεινται σε σοβαρούς περιορισμούς, που μπορούν να οδηγήσουν σε υποεκτίμηση ή υπερεκτίμηση των πραγματικών μεγεθών. Αυτοί οφείλονται σε παράγοντες όπως η ένδεια επίσημα δημοσιευμένων στοιχείων από πολλές χώρες ή η προτίμηση πολλών πολυεθνικών επιχειρήσεων να χρηματοδοτούν τις επενδύσεις τους στο εξωτερικό μέσω υπεράκτιων κέντρων, για φορολογικούς κυρίως λόγους. Η σημασία του τελευταίου παράγοντα αναδεικνύεται π.χ. από το γεγονός ότι μόνο οι Βρετανικές Παρθένοι Νήσοι παρουσίασαν απόθεμα εκροών ΑΞΕ το 2006 ύψους 123 δις δολαρίων (βλ. πίνακα 4), για το οποίο, από στατιστική άποψη, είναι δύσκολο να εκτιμηθεί από ποιες οικονομίες ή επιχειρήσεις έχει προέλθει στην πραγματικότητα. Όπως μάλιστα φαίνεται στο διάγραμμα που ακολουθεί, οι ροές ΑΞΕ από τέτοια υπεράκτια κέντρα υπήρξαν πρόσφατα πολύ σημαντικές (σημειώνοντας τιμές-ρεκόρ το 2000), αν και τα τελευταία χρόνια έχουν μειωθεί αισθητά, περιοριζόμενες στο 10% περίπου των συνολικών εκροών ΑΞΕ από τις αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση οικονομίες.⁷⁹

⁷⁹ UNCTAD 2006: σ. 115.

Διάγραμμα 9. Μερίδιο (%) των σημαντικότερων υπεράκτιων οικονομικών κέντρων* στις εκροές ΑΞΕ από τις αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση οικονομίες (1980 – 2005).



* Ως σημαντικότερα τέτοια κέντρα θεωρούνται η Βερμούδα, οι Νήσοι Κάμαν και οι Βρετανικές Παρθένοι Νήσοι.

Πηγή: UNCTAD 2006: σ. 116.

Ένας άλλος περιορισμός σχετίζεται με το ότι οι επενδύσεις που πραγματοποιούνται μέσω των υπεράκτιων κέντρων στην πραγματικότητα προέρχονται από θυγατρικές επιχειρήσεων άλλων περιοχών του αναπτυσσόμενου κόσμου, όταν δε κατευθύνονται από τα κέντρα αυτά προς άλλες οικονομίες, προκύπτει ο κίνδυνος διόγκωσης των πραγματικών μεγεθών μέσω διπλών καταγραφών. Γενικότερο, άλλωστε, είναι και το πρόβλημα της αναγνώρισης της διαφοράς μεταξύ άμεσου (immediate) και αρχικού (ultimate) επενδυτή: Κατά κανόνα οι εκροές ΑΞΕ καταγράφονται λαμβανομένων υπόψη μόνο των άμεσων επενδυτών, οι οποίοι, στον αναπτυσσόμενο κόσμο (και ιδιαίτερα στα υπεράκτια κέντρα) σε πλείστες περιπτώσεις είναι θυγατρικές εταιρείες πολυεθνικών που εδρεύουν σε ανεπτυγμένες χώρες. Επενδύσεις τέτοιων θυγατρικών (στις οποίες π.χ. οφειλόταν το 2005 το ¼ των διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν από το Χόνγκ Κόνγκ) μπορούν να διογκώσουν σημαντικά το στατιστικό μέγεθος των εκροών ΑΞΕ από τις αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση οικονομίες. Αντίστροφα, μια υποεκτίμηση του πραγματικού μεγέθους των εκροών αυτών μπορεί να προκύψει από τις δραστηριότητες θυγατρικών που είναι εγκατεστημένες στον ανεπτυγμένο κόσμο αλλά ανήκουν σε μητρικές εταιρείες του αναπτυσσόμενου.⁸⁰

⁸⁰ Ο προσδιορισμός της «εθνικότητας» πολλών πολυεθνικών εταιρειών είναι συχνά προβληματικός. Π.χ. η χαλυβουργία Mittal Steel χαρακτηρίζεται συχνά ως ινδική λόγω της καταγωγής του ιδιοκτήτη και πολλών μελών του ΔΣ της, ωστόσο, η έδρα της είναι καταχωρημένη στην Ολλανδία και τα κεντρικά γραφεία της βρίσκονται στο Λονδίνο. Για μια συνοπτική παρουσίαση των προβλημάτων αυτών, βλ. UNCTAD 2006: Box III.1 (σ. 106) και OECD 2007b: σ. 30.

Με δεδομένους τους προηγούμενους περιορισμούς, μια χρήσιμη εικόνα των προοπτικών που διαγράφονται για τον αναπτυσσόμενο κόσμο, ως πηγή προέλευσης άμεσων επενδύσεων, μπορεί να δοθεί από το δείκτη επίδοσης εκροών ΑΞΕ (Outward FDI Performance Index) της UNCTAD, ο οποίος εκφράζει το μερίδιο μιας οικονομίας επί των παγκοσμίων εκροών ΑΞΕ ως κλάσμα του μεριδίου της επί του παγκοσμίου ΑΕΠ. Από τη σκοπιά του δείκτη αυτού πολλές από τις μεγάλες αναπτυσσόμενες οικονομίες, που – σε απόλυτους αριθμούς – παρουσιάζουν σήμερα υψηλές εκροές ΑΞΕ (π.χ. Κίνα, Βραζιλία, Μεξικό, Ινδία), έχουν ακόμα χαμηλή επίδοση, κάτι που υποδηλώνει μια σημαντική δυναμική για μελλοντική αύξηση των προερχόμενων από αυτές επενδύσεων. Αντίθετα, η θεαματική άνοδος των τιμών του εν λόγω δείκτη τα τελευταία χρόνια για οικονομίες όπως το Χόνγκ Κόνγκ, η Σιγκαπούρη ή ο Παναμάς, θα πρέπει μάλλον να αποδοθεί στις ειδικές συνθήκες ανάπτυξής τους, ως περιφερειακών κέντρων οικονομικής δραστηριότητας, μέσω των οποίων διακινούνται επενδυτικές ροές προερχόμενες και από άλλες οικονομίες (όπως, άλλωστε, κατεξοχήν συμβαίνει και με τα υπεράκτια κέντρα, που δεν περιλαμβάνονται στην κατάταξη του δείκτη).⁸¹

Πίνακας 4. Οι δέκα κορυφαίες αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση οικονομίες με όρους αποθέματος εκροών ΑΞΕ (σε εκατομμύρια δολάρια) το 1990 και το 2006 (σημειώνεται παράλληλα ο δείκτης επίδοσης εκροών ΑΞΕ και ο βαθμός κατάταξής τους σε αυτόν).

1990				2006			
Οικονομία	Απόθεμα Εκροών ΑΞΕ (εκατ. \$)	Δείκτης Επίδοσης Εκροών ΑΞΕ	Βαθμός κατάταξης δείκτη (1988-90)	Οικονομία	Απόθεμα Εκροών ΑΞΕ (εκατ. \$)	Δείκτης Επίδοσης Εκροών ΑΞΕ	Βαθμός κατάταξης δείκτη (2004-06)
Βραζιλία	41.044	0,093	44	Χόνγκ Κονγκ	688.974	10,147	2
Ταϊβάν	30.356	3,297	6	Ρωσική Ομοσπονδία	156.824	0,878	30
Ν. Αφρική	15.004	0,077	48	Βρετανικές Παρθένοι Νήσοι	123.512	N/A	N/A
Χόνγκ Κονγκ	11.920	3,370	5	Σιγκαπούρη	117.580	2,808	13
Σιγκαπούρη	7.808	2,892	9	Ταϊβάν	113.910	0,924	26
Αργεντινή	6.057	0,028	63	Βραζιλία	87.049	0,755	36
Κίνα	4.455	0,214	36	Κίνα	73.330	0,247	58
Παναμάς	3.876	7,243	1	Ν. Κορέα	46.760	0,314	52
Κουβέιτ	3.662	1,697	15	Ν. Αφρική	43.499	0,582	38
Μεξικό	2.672	0,049	56	Μαλαισία	27.830	1,281	22

Πηγή: UNCTAD 2007: Annex table B.2 (σσ. 255-8) & <http://www.unctad.org/Templates/WebFlyer.asp?intItemID=3241&lang=1> (επεξεργασία από το γράφοντα).

⁸¹ UNCTAD 2006: Box III.3 (σ. 114).

7.3. Προορισμοί των εκροών ΑΞΕ του αναπτυσσόμενου κόσμου

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθούμε σε δύο θέματα που συνδέονται στενά και με την προβληματική που έχει αναπτυχθεί σχετικά με τις προοπτικές και το ρόλο των SWFs, ως ραγδαία αναπτυσσόμενων επενδυτικών οχημάτων πολλών αναδυόμενων οικονομιών. Το πρώτο σχετίζεται με τους προορισμούς των ΑΞΕ που προέρχονται από τις αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση οικονομίες και το δεύτερο με το επίπεδο της κρατικής συμμετοχής στις επενδύσεις αυτές.

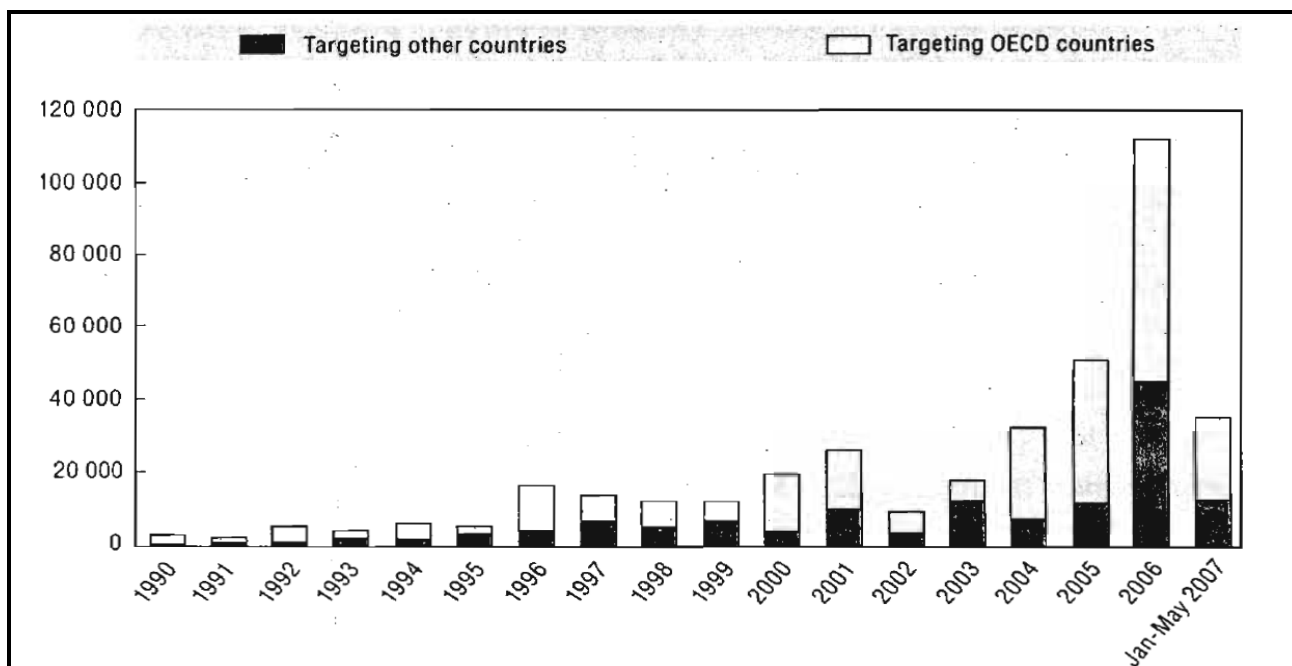
Σύμφωνα με εκτιμήσεις της UNCTAD, οι ροές ΑΞΕ μεταξύ των οικονομιών του αναπτυσσόμενου κόσμου (South – South FDI) έχουν αυξηθεί με ταχείς ρυθμούς τα τελευταία 15 χρόνια, ενώ το μεγαλύτερο μέρος αυτών (αν εξαιρεθούν οι προερχόμενες από τα υπεράκτια κέντρα) έχει ενδοπεριφερειακό χαρακτήρα και αφορά κυρίως στην Ασία. Έτσι, εκτιμάται ότι στην περίοδο 2002 – 2004 οι μεταξύ ασιατικών χωρών ροές (κυρίως μεταξύ και εντός των περιφερειών της Ανατολικής και ΝΑ Ασίας) κυμάνθηκαν κατά μέσο όρο σε περίπου 48 δις δολάρια ετησίως (δηλ. περίπου 50% των συνολικών εισροών ΑΞΕ στην Ασία και 80% των συνολικών ροών μεταξύ των αναπτυσσόμενων οικονομιών). Όσον αφορά τις διαπεριφερειακές ροές, αυτές πραγματοποιήθηκαν, την ίδια περίοδο, κυρίως με κατεύθυνση από την Ασία στην Αφρική (1,2 δις δολάρια) και δευτερευόντως από τη Λ. Αμερική προς την Ασία (750 εκ. δολάρια) και αντίστροφα (περίπου 400 εκ. δολάρια). Παράλληλα, φαίνεται ότι οι προερχόμενες από τον αναπτυσσόμενο κόσμο ΑΞΕ έχουν καταστεί σημαντική πηγή κεφαλαίων για πολλές χαμηλού εισοδήματος και ελάχιστα αναπτυγμένες χώρες, αποτελώντας πάνω από 40% των συνολικών εισροών ΑΞΕ σε αυτές. Η σχετική σημασία των ροών ΑΞΕ εντός του αναπτυσσόμενου κόσμου τονίζεται και από το γεγονός ότι οι πολυεθνικές επιχειρήσεις από αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση οικονομίες ήταν υπεύθυνες για μόλις 15% των παγκόσμιων ΑΞΕ την περίοδο 2002 – 2005, ενώ το μερίδιό τους υπήρξε σημαντικά μεγαλύτερο στις ΑΞΕ που πραγματοποιήθηκαν στις αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση οικονομίες και ιδιαίτερα στη Δ. Ασία (33%) και στην Αφρική (29%).⁸²

Από την άλλη πλευρά, οι ΑΞΕ από τον αναπτυσσόμενο κόσμο αποτελούν ακόμα ένα μικρό ποσοστό του συνόλου των εισροών ΑΞΕ στις ανεπτυγμένες οικονομίες, το οποίο, ωστόσο, παρουσιάζει σημαντικές αυξητικές τάσεις τα τελευταία χρόνια. Για παράδειγμα, το μερίδιο των αναπτυσσόμενων και υπό μετάβαση οικονομιών στις εισροές ΑΞΕ του Ηνωμένου Βασιλείου εκτιμάται ότι αυξήθηκε από 2% το 1994 σε 11% το 2004, ενώ η Κίνα κατατάχθηκε ως 12^{ος} σημαντικότερος ξένος επενδυτής

⁸² UNCTAD 2006: σσ. 117-20, OECD 2007b: σσ. 28-33.

στη Γαλλία την περίοδο 2004-06 και η Ινδία ως δεύτερη σε μέγεθος πηγή ξένων επενδύσεων για την πόλη του Λονδίνου μεταξύ 2003 και 2007. Επίσης, ο αριθμός των θυγατρικών εταιρειών που είναι εγκατεστημένες σε ανεπτυγμένες οικονομίες αλλά ανήκουν σε μητρικές από τον αναπτυσσόμενο κόσμο φαίνεται ότι αυξάνεται σταθερά (π.χ. στην Ιαπωνία αυξήθηκαν από 157 το 1990 σε 277 το 2001 και στη Σουηδία από 3 το 1990 σε 266 το 2003).⁸³ Παρότι η συνολική στατιστική απεικόνιση των τάσεων αυτών είναι δύσκολη, καθώς υπόκειται στα προβλήματα που εκθέσαμε προηγουμένως, μια γενική εικόνα μπορεί να δοθεί από το διάγραμμα 10 που ακολουθεί, όπου φαίνεται ότι το 2006 οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν από επιχειρήσεις χωρών εκτός ΟΟΣΑ σημείωσαν ρεκόρ, φθάνοντας τα 115 δις δολάρια, εκ των οποίων πάνω από 50% κατευθύνθηκε στις οικονομίες του ΟΟΣΑ. Θα πρέπει βέβαια να σημειώσουμε ότι για την εξαγωγή συμπερασμάτων από το διάγραμμα αυτό οφείλει να ληφθεί υπόψη ότι στις χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ περιλαμβάνονται και δύο από τις μεγαλύτερες αναπτυσσόμενες οικονομίες, η Τουρκία και το Μεξικό, οι οποίες, άλλωστε, αποτελούν σημαντικούς πόλους έλξης αλλά και αξιόλογες πηγές ΑΞΕ.

Διάγραμμα 10. Διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές από επιχειρήσεις εδρεύουσες σε χώρες εκτός ΟΟΣΑ (αξία σε δις δολάρια).



Πηγή: OECD 2007b: σ. 29.

⁸³ UNCTAD 2006: σ. 121, OECD 2007b: σσ. 33-4.

7.4. Ο καθοδηγητικός ρόλος του κράτους

Ο αυξημένος ρόλος του κράτους σε αυτές συνιστά ένα από τους σημαντικότερους παράγοντες που διαφοροποιούν τις πολυεθνικές επιχειρήσεις του αναπτυσσόμενου κόσμου από εκείνες του ανεπτυγμένου. Είναι χαρακτηριστικό ότι, με βάση στοιχεία της UNCTAD, το 2004 το κράτος ήταν ο κύριος μέτοχος σε μόλις πέντε από τις 100 μεγαλύτερες μη-χρηματοπιστωτικές πολυεθνικές του κόσμου και από αυτές τρεις προέρχονταν από τον αναπτυσσόμενο κόσμο (CITIC Group – Κίνα, Petronas – Μαλαισία, Singtel – Σιγκαπούρη) και δύο από τον ανεπτυγμένο (Eléctricité de France – Γαλλία, Statoil – Νορβηγία). Αντιθέτως, σχεδόν το 25% των 100 μεγαλύτερων πολυεθνικών του αναπτυσσόμενου κόσμου υπολογίζεται ότι είναι κρατικής ιδιοκτησίας ή κρατικά ελεγχόμενες. Η Σιγκαπούρη αποτελεί το χαρακτηριστικότερο ίσως παράδειγμα, καθώς εκεί πολλές εταιρείες με έντονη επενδυτική δραστηριότητα στο εξωτερικό (μεταξύ αυτών και οι πέντε κορυφαίες από τις μεγαλύτερες πολυεθνικές επιχειρήσεις της χώρας το 2005) ελέγχονται σε σημαντικό βαθμό από το κράτος, κυρίως μέσω κρατικών εταιρειών συμμετοχών όπως η Temasek Holdings (η οποία, όπως είδαμε, συγκαταλέγεται μεταξύ των μεγαλύτερων SWFs του κόσμου), η Singapore Technologies, η MinCom Holdings και η MND Holdings. Μάλιστα, στον αναπτυσσόμενο κόσμο η εμπλοκή του κράτους παρουσιάζεται ιδιαίτερα αυξημένη κυρίως σε επιχειρήσεις του πρωτογενούς τομέα και ιδίως σε όσες σχετίζονται με την εκμετάλλευση φυσικών πόρων (π.χ. σχεδόν το σύνολο των μεγαλύτερων εταιρειών πετρελαίου και αερίου στις αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση οικονομίες είναι κρατικά ελεγχόμενες).⁸⁴ Άλλωστε, αποτελεί γενικότερη εκτίμηση ότι ο ρόλος τους κράτους στο σύνολο των διεθνών επενδύσεων (άμεσων αλλά και χαρτοφυλακίου) των αναπτυσσόμενων και υπό μετάβαση οικονομιών είναι πολύ πιο αυξημένος σε σύγκριση με τον αντίστοιχο ρόλο στις ανεπτυγμένες, γεγονός που σχετίζεται άμεσα και με την προβληματική γύρω από τα SWFs.⁸⁵

Τα προηγούμενα χαρακτηριστικά διαφοροποιούν έντονα τον αναπτυσσόμενο από τον ανεπτυγμένο κόσμο σε ό,τι αφορά στη συμμετοχή του κράτους στη διαχείριση της οικονομίας, εντείνοντας τις ανησυχίες που, όπως είδαμε νωρίτερα, παραδοσιακά περικλείουν τη διείδυση μέσω ΑΞΕ σε στρατηγικά ευαίσθητους τομείς άλλων οικονομιών. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα σε περιπτώσεις επενδύσεων προερχόμενων από ταχύτατα αναπτυσσόμενες χώρες, όπως η Κίνα και η Ινδία, οι οποίες δεν είναι αντάρκεις ως προς την ενέργεια και τις πρώτες ύλες που είναι απαραίτητες για την

⁸⁴ UNCTAD 2006: σσ. 122-39.

⁸⁵ Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι οι κυβερνήσεις της Ινδίας, Κίνας, Ταϊλάνδης, Ινδονησίας, Ν. Κορέας και Μαλαισίας, με βάση συντηρητικές εκτιμήσεις, ήταν υπεύθυνες για τουλάχιστον 60% των διασυννοριακών επενδύσεων των χωρών τους στο τέλος του 2005, σε σύγκριση με μόλις 2,5% που ήταν το αντίστοιχο μέγεθος για τις ΗΠΑ (Truman 2007: σ. 3).

περεταίρω επέκταση της οικονομίας τους. Εκεί, ο κρατικός έλεγχος των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στους σχετικούς τομείς, κατά τεκμήριο συνεπάγεται την ύπαρξη και άλλων παραγόντων (πέραν των στενά εμπορικών), οι οποίοι επηρεάζουν τις στρατηγικές διεθνοποίησης των εταιρειών αυτών προς την κατεύθυνση της εξασφάλισης σταθερής πρόσβασης των οικονομιών προέλευσής τους σε αντίστοιχους πόρους. Εκτιμάται δε ότι αυτή είναι η στόχευση ενός μεγάλου ποσοστού των ασιατικών (και ιδίως των κινεζικών και ινδικών) ΑΞΕ σε άλλες περιοχές του αναπτυσσόμενου κόσμου, κυρίως στην Αφρική και τη Λατινική Αμερική.⁸⁶

Κλείνοντας την ενότητα αυτή, θα λέγαμε ότι η συνοπτική παρουσίαση που προηγήθηκε σχετικά με την αυξανόμενη δυναμική των αναπτυσσόμενων και υπό μετάβαση οικονομιών ως πηγής ΑΞΕ, προσφέρει το κατάλληλο αναλυτικό πλαίσιο για την κατανόηση της προβληματικής που έχει αναπτυχθεί σχετικά με το ρόλο των SWFs, τα οποία, άλλωστε, στη συντριπτική τους πλειονότητα προέρχονται από τις οικονομίες αυτές. Τούτο, διότι, όπως είδαμε, τα γνωρίσματα των επενδύσεων του αναπτυσσόμενου κόσμου που εγείρουν τις μεγαλύτερες ανησυχίες στις χώρες υποδοχής (και ειδικά στις ανεπτυγμένες) είναι, αφενός, ότι ανήκουν στην κατηγορία των άμεσων επενδύσεων και, αφετέρου, ότι προέρχονται από οικονομίες όπου ο επιχειρηματικός και επενδυτικός ρόλος του κράτους παρουσιάζεται ιδιαίτερα αυξημένος. Στο βαθμό δε που οι επενδύσεις αυτές πραγματοποιούνται σε τομείς στρατηγικής σημασίας, είναι φυσικό, όπως αναλύσαμε και νωρίτερα, να εγείρουν στις χώρες υποδοχής αντιδράσεις, οι οποίες μάλιστα καθίστανται εντονότερες όταν οι επενδυτικοί φορείς ανήκουν απευθείας σε κράτη ή ελέγχονται από αυτά. Για το λόγο αυτό, παρότι είναι υπαρκτή η διαφοροποίηση των SWFs από άλλα κρατικά επενδυτικά σχήματα – και κυρίως από τις κρατικές επιχειρήσεις που συνήθως αναλαμβάνουν τέτοιες άμεσες επενδύσεις στο εξωτερικό –, σε επικοινωνιακό επίπεδο η διάκρισή τους καθίσταται συχνά δυσχερής, με αποτέλεσμα να αντιμετωπίζονται με αυξανόμενη καχυποψία και οι δικές τους επενδυτικές κινήσεις, ακόμα και όταν προφανώς δεν έχουν το χαρακτήρα άμεσων επενδύσεων. Έχοντας κατά νου τα προηγούμενα, θα συνεχίσουμε μια αδρομερή περιγραφή του ρυθμιστικού πλαισίου υποδοχής των διεθνών επενδύσεων, για να επιχειρήσουμε, τέλος, μια συνοπτική έκθεση των προτάσεων που στην παρούσα φάση συζητούνται κυρίως σε επίπεδο διεθνών οργανισμών σχετικά με τις προκλήσεις που συνεπάγονται τα SWFs.

⁸⁶ Για μια συνολική παρουσίαση των βασικών κινήτρων που διέπουν τις στρατηγικές διεθνοποίησης των πολυεθνικών του αναπτυσσόμενου κόσμου, βλ. UNCTAD 2006: κεφ. IV και ειδικά σσ. 161-2 σε ό,τι αφορά στην πρόσβαση σε φυσικούς πόρους. Για τις στρατηγικές που εφαρμόζουν γενικότερα οι πολυεθνικές επιχειρήσεις σε ό,τι αφορά την επέκταση των δραστηριοτήτων τους αλλά και τα κριτήρια με τα οποία επιλέγουν τους προορισμούς των επενδύσεών τους στο εξωτερικό, βλ. ενδεικτικά, Ρουμελιώτης 2006: σσ. 67-73 και Ρουμελιώτης 2002: σσ. 202-6.

8. Υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο υποδοχής των διεθνών επενδύσεων.

8.1. Έλεγχοι επί της κίνησης των κεφαλαίων: Ιστορική αναδρομή και σύγχρονες τάσεις

Η εξέλιξη του θεσμικού πλαισίου των διεθνών επενδύσεων (άμεσων και έμμεσων) είναι συνυφασμένη με την ιστορία των ελέγχων επί της κίνησης των κεφαλαίων (στο εξής ΕΚΚ), δηλ. των μέτρων που έχουν ως σκοπό τη ρύθμιση των διασυνοριακών συναλλαγών. Αυτά τα μέτρα διακρίνονται σε κατηγορίες, πρώτον, ανάλογα με το αν βασίζονται σε διοικητικούς ελέγχους (κρατικές απαγορεύσεις, περιορισμούς ή συγκεκριμένους όρους για την έγκριση της μεταφοράς κεφαλαίων) ή στην αγορά (μέτρα πολιτικού επηρεασμού του κόστους των συναλλαγών, όπως η φορολόγηση) και, δεύτερον, ανάλογα με το αν έχουν ως σημείο αναφοράς το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (δηλ. τις συναλλαγές που αφορούν στη χρηματοδότηση του διεθνούς εμπορίου) ή τους κεφαλαιακούς λογαριασμούς (δηλ. ροή συναλλάγματος που δεν αντιστοιχεί σε άμεσα αντίστροφη ροή αγαθών και υπηρεσιών – π.χ. αγορά χρεογράφων, δανεισμός, άμεσες επενδύσεις και καθαρή εμπορία συναλλάγματος). Η εφαρμογή των ΕΚΚ δεν αφορά παρά μικρό τμήμα της ιστορίας του σύγχρονου καπιταλισμού, διάρκειας περίπου 60 ετών, από τον Α' Παγκόσμιο Πόλεμο μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1970. Κατά την περίοδο που προηγήθηκε του Α' Παγκοσμίου Πολέμου οι κινήσεις των κεφαλαίων ήταν ελεύθερες υπό την κάλυψη που προσέφερε στους επενδυτές η εφαρμογή του αυστηρού κανόνα χρυσού, με αποτέλεσμα η εξαγωγή κεφαλαίου των κυρίαρχων καπιταλιστικών οικονομιών τότε να είναι (ως ποσοστό του ΑΕΠ) διπλάσια σε σχέση με τις δεκαετίες του 1980 και 1990. Οι ΕΚΚ πρωτοεμφανίσθηκαν ως αποτέλεσμα του πολέμου και της κρίσης που οδήγησε την κατάργηση του κανόνα χρυσού και στην εγκαθίδρυση κυμαινόμενων ισοτιμιών. Ωστόσο, και μετά το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, οπότε εγκαθιδρύθηκε το σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton Woods, ο περιορισμός στην κίνηση των κεφαλαίων με πολιτικά μέτρα θεωρήθηκε κομβικής σημασίας για τη σταθερότητα του διεθνούς οικονομικού συστήματος και μάλιστα η δυνατότητα εφαρμογής ΕΚΚ περιλήφθηκε στις καταστατικές αρχές του ΔΝΤ.⁸⁷

⁸⁷ Όπως τονίζει ο Gilpin, ένα διεθνές νομισματικό και χρηματοοικονομικό σύστημα μπορεί, στην καλύτερη περίπτωση, να επιδιώξει μέχρι δυο από τους εξίσου επιθυμητούς αλλά όχι ταυτόχρονα συμβιβάσιμους στόχους που συχνά αναφέρονται ως «ασυμβίβαστη τριάδα»: δηλ. την επίτευξη σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, εθνικής ανεξαρτησίας στη νομισματική πολιτική και κινητικότητα των κεφαλαίων. Οι προτιμήσεις των κρατών αλλά και των εγχώριων οικονομικών συμφερόντων ποικίλουν ως προς την ιεράρχηση αυτών των στόχων και, καθώς η κατάσταση και τα συμφέροντα διαφέρουν από χώρα σε χώρα, δεν υπάρχει κάποια λύση για το τρίλημμα που θα ήταν αρεστή σε όλους. Οι διευθετήσεις του Bretton Woods προφανώς προέκριναν τους δυο πρώτους στόχους έναντι του τελευταίου (Gilpin 2003: κεφ. 9).

Στο πλαίσιο αυτό, πέρα από τους γενικούς περιορισμούς στην κίνηση των κεφαλαίων, τα κράτη εφάρμοζαν μια σειρά από μέτρα που αποσκοπούσαν ειδικότερα στη ρύθμιση της εισδοχής και μεταχείρισης ΑΞΕ στην επικράτειά τους, όπως – μεταξύ άλλων – η θέσπιση ανώτατων ορίων συμμετοχής ξένων σε εθνικές επιχειρηματικές δραστηριότητες, ο έλεγχος των εξαγορών και συγχωνεύσεων, υποχρεώσεις που αφορούσαν τη σύνθεση των διοικήσεων και του προσωπικού ξένων επιχειρήσεων που εγκαθίσταντο στο έδαφός τους και περιορισμοί ως προς τη λειτουργία και των απόδοση τέτοιων επιχειρήσεων (π.χ. ελάχιστο ποσοστό εξαγωγών ή / και εγχώριας προστιθέμενης αξίας της παραγωγής, έλεγχοι στη μεταφορά τεχνολογίας, την εξαγωγή κερδών και την επανεξαγωγή κεφαλαίων κ.α.). Βέβαια, μια σειρά σημαντικών μεταβολών στην παγκόσμια οικονομία με κυριότερες τη σταδιακή επέκταση και απελευθέρωση του διεθνούς εμπορίου και τη διογκούμενη διεθνοποίηση της παραγωγής μέσω της εξάπλωσης και μεγέθυνσης των πολυεθνικών επιχειρήσεων, έδωσαν ώθηση στην προοδευτική απελευθέρωση των διασυνοριακών συναλλαγών στον ανεπτυγμένο κόσμο, ήδη από τα τέλη της δεκαετίας του 1950, αρχής γενομένης από τις κινήσεις που είχαν σχέση με το εξωτερικό εμπόριο. Ωστόσο, μπορεί να υποστηριχθεί ότι καθοριστικής σημασίας για την επιτάχυνση της άρσης των ελέγχων και περιορισμών είχε η οριστική κατάρρευση του συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton Woods στα μέσα της δεκαετίας του 1970, η οποία και δημιούργησε τις κατάλληλες συνθήκες για την πλήρη απελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίου μεταξύ των ανεπτυγμένων οικονομιών εντός της επόμενης εικοσαετίας.⁸⁸

Η προηγούμενη αλλαγή αναπόφευκτα μετέβαλε το περιβάλλον χάραξης και άσκησης των κρατικών πολιτικών έναντι των πολυεθνικών επιχειρήσεων, συμπαρασύροντας το μεγαλύτερο μέρος των ρυθμίσεων και περιορισμών που εφαρμοζόταν ως τότε σε σχέση με τις διεθνείς άμεσες και έμμεσες επενδύσεις. Σε ένα διεθνές περιβάλλον όπου η κινητικότητα των κεφαλαίων επιτρέπει πλέον τόσο την εύκολη μεταφορά παραγωγικών δραστηριοτήτων από μια χώρα σε άλλη με σκοπό τη μείωση του κόστους, όσο και τις αιφνίδιες διασυνοριακές μετακινήσεις κεφαλαίων προς αναζήτηση μεγαλύτερων αποδόσεων, δημιουργήθηκαν συνθήκες κανονιστικού arbitrage, όπου τα κράτη υποχρεώνονται να φιλελευθεροποιήσουν τις πολιτικές τους υπό την πίεση του μεταξύ τους

Για ένα γενικό ορισμό, κατηγοριοποίηση και επισκόπηση της ιστορίας των ΕΚΚ, βλ. ενδεικτικά, Hufschmid 2006: σσ. 383-97, Brewer & Young 2004: σσ. 47-50.

⁸⁸ Ρουμελιώτης 2006: σσ. 76-8. Για τις υποχρεώσεις συμπεριφοράς ή αποτελέσματος (performance requirements) που επέβαλαν οι χώρες υποδοχής των ΑΞΕ, βλ. επίσης ενδεικτικά, Στεφάνου & Γκόρτσος 2006: σ. 137.

ανταγωνισμού για προσέλκυση επενδύσεων (η αντίστροφα για την αποτροπή της αποεπένδυσης). Στους παράγοντες που εντείνουν τον ανταγωνισμό αυτό, έχοντας διαβρώσει σημαντικά τη δυνατότητα των κρατών να επιβάλουν αποτελεσματικές ρυθμίσεις και περιορισμούς στη διεθνή ροή των επενδύσεων, θα πρέπει να προστεθεί και η λειτουργία των υπεράκτιων οικονομικών κέντρων. Αυτά προσφέρουν τη δυνατότητα σε επιχειρήσεις και επενδυτές να κινούνται σε συνθήκες ελάχιστων έως μηδενικών διοικητικών και φορολογικών περιορισμών, παρακάμπτοντας τα εμπόδια που τυχόν προβάλλουν στις δραστηριότητές τους άλλες κρατικές δικαιοδοσίες.⁸⁹

8.2. Προσπάθειες πολυμερούς συνεργασίας για τη ρύθμιση των διεθνών επενδυτικών ροών: ΟΟΣΑ και ΠΟΕ

Από τη σκοπιά του διεθνούς δικαίου, οι εθνικοί ανταγωνισμοί στη μετά Bretton Woods εποχή δεν έχουν μέχρι σήμερα επιτρέψει την ανάδυση ενός νέου, πραγματικά διεθνούς συστήματος ρύθμισης των επενδυτικών ροών στη βάση ενιαίων και ουσιαστικά δεσμευτικών κανόνων. Η πολυμερής συνεργασία στον τομέα αυτό διεξάγεται κυρίως εντός του ΟΟΣΑ και του ΠΟΕ και κινείται στη λογική της φιλελευθεροποίησης των κανόνων υποδοχής και μεταχείρισης των επενδύσεων, αλλά, όπως θα δείξουμε, έχει αποδώσει μάλλον περιορισμένα αποτελέσματα.

Στο πλαίσιο του ΟΟΣΑ, όπου εκπροσωπούνται κυρίως οι οικονομίες του ανεπτυγμένου κόσμου, έχουν θεσπιστεί ήδη από το 1961 ο Κώδικας Απελευθέρωσης των Τρεχουσών Αδήλων Συναλλαγών και ο Κώδικας Απελευθέρωσης της Κίνησης Κεφαλαίων, ενώ έχει επίσης υιοθετηθεί η Διακήρυξη για τις Διεθνείς Επενδύσεις και τις Πολυεθνικές Επιχειρήσεις του 1976, όπως αυτή αναθεωρήθηκε το 2000. Τα κείμενα αυτά ενσωματώνουν τις ακόλουθες γενικές αρχές:

- Μη διάκριση: Οι ξένοι επενδυτές επιδιώκεται να τυγχάνουν μεταχείρισης όχι λιγότερο ευνοϊκής από εκείνη των εγχώριων υπό όμοιες συνθήκες.
- Διαφάνεια: Η πληροφόρηση επί των περιορισμών στις διεθνείς επενδύσεις οφείλει να καθίσταται κατανοητή και προσβάσιμη σε κάθε ενδιαφερόμενο.
- Προοδευτική απελευθέρωση: Τα μέλη του οργανισμού δεσμεύονται, σταδιακά, να καταργήσουν είτε ολοκληρωτικά (στον κώδικα αδήλων), είτε στο μέτρο που είναι απαραίτητο για μια

⁸⁹ Για μια επισκόπηση των παραγόντων αυτών και συνοπτική παρουσίαση της εξέλιξης των πολιτικών σχετικά με τις ΑΞΕ, βλ. O'Brien & Williams 2004: σσ. 190-7 και Brewer & Young 2004: σσ. 42-4 και 52-5.

αποτελεσματική οικονομική συνεργασία (στον κώδικα κίνησης κεφαλαίων) τους περιορισμούς που ισχύουν μεταξύ τους.

- Μη επιβολή νέων περιορισμών (ρήτρα standstill): Τα μέλη δεσμεύονται να μην εισάγουν νέους περιορισμούς, ούτε να επαναφέρουν όσους έχουν καταργηθεί.
- Μονομερής απελευθέρωση: Τα μέλη δεσμεύονται να επιτρέπουν σε όλα τα υπόλοιπα μέλη να επωφελούνται εξίσου από τα μέτρα απελευθέρωσης που λαμβάνουν, καθώς και μην εξαρτούν τη λήψη αυτών από την υιοθέτηση ανάλογων μέτρων από άλλες χώρες. Η αποφυγή της αμοιβαιότητας αποτελεί σημαντική πολιτική παράδοση του ΟΟΣΑ, στη βάση της λογικής ότι η απελευθέρωση είναι επωφελής για όλους και πρωτίστως για τη χώρα που την εφαρμόζει. Η μέχρι τώρα πράξη έχει δείξει ότι όποτε οι κυβερνήσεις των μελών του ΟΟΣΑ εφαρμόζουν μέτρα απελευθέρωσης, σχεδόν πάντοτε επιτρέπουν να επωφελούνται εξίσου από αυτά και επενδυτές προερχόμενοι από μη μέλη, ανεξάρτητα από το εάν οι χώρες προέλευσής τους εφαρμόζουν αντίστοιχα μέτρα.

Θα πρέπει πάντως να τονισθεί ότι τόσο οι κώδικες όσο και η διακήρυξη χαρακτηρίζονται από περιορισμένη νομική δεσμευτικότητα, η οποία διασφαλίζεται περισσότερο από την άσκηση πολιτικής πίεσης (peer pressure) μεταξύ των μελών του οργανισμού, μέσω προβλεπόμενων διαδικασιών κοινοποίησης, εξέτασης και διαβούλευσης επί τυχόν νέων εθνικών μέτρων, στο πλαίσιο πολυμερών επιτροπών παρακολούθησης και υπό τη γενική εποπτεία του Συμβουλίου Υπουργών του ΟΟΣΑ. Άλλωστε, ενδεικτική για το χαλαρό χαρακτήρα των δεσμεύσεων που έχουν αναλάβει τα μέλη του οργανισμού είναι και η ύπαρξη πλήθους εθνικών επιφυλάξεων και εξαιρέσεων που έχουν ενσωματωθεί στα εν λόγω κείμενα υπό μορφή παραρτημάτων. Οι κώδικες περιέχουν εξάλλου ρήτρα παρέκκλισης, την οποία μπορούν να επικαλεσθούν τα μέλη εφόσον το δικαιολογεί η οικονομική τους κατάσταση.⁹⁰

Στο σημείο αυτό αξίζει να υπενθυμίσουμε την αποτυχημένη προσπάθεια διαπραγμάτευσης στο πλαίσιο του ΟΟΣΑ μιας Πολυμερούς Συμφωνίας Επενδύσεων (Multilateral Agreement on Investment – MAI) κατά την τριετία 1995 – 1998. Στόχος του φιλόδοξου αυτού προγράμματος ήταν η διαμόρφωση, με βάση τα υφιστάμενα εργαλεία του ΟΟΣΑ, ενός διευρυνμένου οργάνου, το οποίο θα κάλυπτε όλες τις πτυχές των ξένων επενδύσεων, θα εξασφάλιζε τη δυνατότητα προσχώρησης και

⁹⁰ Για μια γενική επισκόπηση των εργαλείων που έχει αναπτύξει ο ΟΟΣΑ για την προώθηση της απελευθέρωσης των επενδύσεων, καθώς και για τις βασικές αρχές που ενσωματώνουν, βλ. Σπαθόπουλος 2000: σσ. 122-7, Brewer & Young 2004: σσ. 93-6 και OECD 2008: σ. 3.

μη μελών του οργανισμού σε αυτό και θα ενσωμάτωνε πλήρως τις αρχές της εθνικής μεταχείρισης (ΕΜ) και του μάλλον ευνοούμενου κράτους (ΜΕΚ), με σκοπό την ευρύτερη δυνατή εξίσωση των όρων ανταγωνισμού μεταξύ ημεδαπών και αλλοδαπών επενδυτών σε κάθε κρατική δικαιοδοσία.⁹¹ Επιπλέον, το σχέδιο έθετε ως στόχο την ανύψωση του υφιστάμενου βαθμού απελευθέρωσης των επενδύσεων με την εφαρμογή μιας προσέγγισης “top-down”, όπου οι μόνες επιτρεπόμενες εξαιρέσεις θα ήταν εκείνες που θα υποβάλλονταν κατά την προσχώρηση στην συμφωνία (ρήτρα standstill) και οι οποίες θα υπόκειντο σε σταδιακή κατάργηση (ρήτρα rollback). Ωστόσο, ίσως η πλέον σημαντική καινοτομία του σχεδίου ήταν ότι προέβλεπε ενισχυμένη νομική δεσμευτικότητα των συμφωνηθέντων, μέσω της θέσπισης μιας αποτελεσματικής διαδικασίας επίλυσης διαφορών, η οποία, σημειωτέον, δεν υφίσταται για τα ισχύοντα εργαλεία του ΟΟΣΑ. Οι διαπραγματεύσεις τελικά οδηγήθηκαν σε αδιέξοδο και διακόπηκαν με την αποχώρηση της Γαλλίας από αυτές στο τέλος του 1998, μετά από συντονισμένες πιέσεις που ασκήθηκαν από οργανώσεις της κοινωνίας πολιτών του δυτικού κόσμου, οι επικρίσεις των οποίων περιστράφηκαν γύρω από την κεντρική θέση ότι η συμφωνία θα άνοιγε το δρόμο για την απογύμνωση των κρατών (και ειδικά των αναπτυσσόμενων στα οποία θα ασκείτο πίεση να προσχωρήσουν) από τα όποια μέσα διέθεταν για προστασία των νόμιμων συμφερόντων τους έναντι των πολυεθνικών επιχειρήσεων και των εν γένει σαρωτικών δυνάμεων της παγκοσμιοποίησης.⁹² Εκ των υστέρων θα μπορούσαμε να υποστηρίξουμε ότι αυτό που ερέθισε τα ανακλαστικά των επικριτών, δεν ήταν τόσο το περιεχόμενο των ρυθμίσεων της υπό διαπραγμάτευση συνθήκης, που άλλωστε δεν αποτελούσε παρά συστηματοποίηση των υφιστάμενων αρχών του ΟΟΣΑ, όσο η προοπτική ενισχυμένης δεσμευτικότητας των ρυθμίσεων αυτών αλλά και πιθανής επιβολής τους (μέσω άσκησης πολιτικής πίεσης για προσχώρηση) από τα μάλλον προνομιούχα μέλη του οργανισμού στις ευάλωτες (και ως εκ τούτου ιδιαίτερα καχύποπτες έναντι κάθε παγκοσμιοποιητικού εγχειρήματος) οικονομίες του αναπτυσσόμενου κόσμου.

⁹¹ Ειδικά ως προς την ΕΜ, το σχέδιο της συμφωνίας προέβλεπε ρητά την επέκτασή της πέρα από το στάδιο της διαχείρισης μιας ξένης επένδυσης και σε αυτό της αποδοχής και εγκατάστασής της στα συμβαλλόμενα μέρη (Στάγκος 2000: σ. 103). Για τις αρχές ΕΚ και ΜΕΚ ως πυλώνες του διεθνούς δικαίου των επενδύσεων βλ. κατωτέρω.

⁹² Στόχο των επικριτών αποτέλεσαν, κυρίως, οι διατάξεις για απόλυτη προστασία των ξένων επενδυτών (χωρίς αντίστοιχες υποχρεώσεις), η απαγόρευση της εισαγωγής νέων περιορισμών σε συνδυασμό με την παραχώρηση εθνικής μεταχείρισης στη φάση της εγκατάστασης, η απαγόρευση των υποχρεώσεων αποτελέσματος (που κρίθηκε αντανάπτυξιακή), ο ευρύς ορισμός της απαλλοτρίωσης (που μπορούσε να οδηγήσει σε καταχρηστική επίκληση της σχετικής διάταξης εκ μέρους των επενδυτών) και η διαδικασία επίλυσης διαφορών (ως υπερβολική κατοχύρωση του επενδυτή αποκλειστικά). Για μια περιεκτική εξιστόρηση του περιεχομένου και χρονικού των διαπραγματεύσεων της ΜΑΙ, όπως και για ανάλυση των λόγων αποτυχίας τους, βλ. Κοντογιαννοπούλου 2000 και Brewer & Young 2004: σσ. 147-9 και 275-6.

Σε ένα ευρύτερο από άποψη συμμετοχής αλλά και δεσμευτικότερο σε ότι αφορά τις διαδικασίες τήρησης των κανόνων του πλαίσιο, αυτό του ΠΟΕ, η ρύθμιση του καθεστώτος των διεθνών επενδύσεων προωθήθηκε κυρίως μέσω των Συμφωνιών GATS (General Agreement on Trade in Services) και TRIMs (Trade-Related Investment Measures). Η Γενική Συμφωνία για τις Συναλλαγές στον Τομέα των Υπηρεσιών (GATS), υπήρξε τμήμα της τελικής πράξης με την οποία ολοκληρώθηκε ο γύρος διαπραγματεύσεων της Ουρουγουάης (1993) και αποτέλεσε το πρώτο ολοκληρωμένο πολυμερές πλαίσιο κανόνων και αρχών μέσω των οποίων επιδιώκεται η ανάληψη από τα οικονομικά αναπτυσσόμενα και ανεπτυγμένα κράτη – μέλη του ΠΟΕ συγκεκριμένων υποχρεώσεων και δεσμεύσεων για την απελευθέρωση του διεθνούς εμπορίου υπηρεσιών, σε αντιστοιχία με το καθεστώς που διέπει το διεθνές εμπόριο αγαθών. Η συμφωνία αυτή καθεαυτή δεν έχει ως αντικείμενο τη ρύθμιση των επενδύσεων σε διεθνές επίπεδο, ωστόσο, καθώς ένας από τους διασυννοριακούς τρόπους παροχής υπηρεσιών είναι η εκτός συνόρων εμπορική παρουσία (που μπορεί να συνεπάγεται την εξ' υπαρχής σύσταση νέας επιχείρησης ή την εξαγορά υφιστάμενης ή τη δημιουργία υποκαταστήματος), αποτελεί στην ουσία έμμεση δέσμευση για το σταδιακό άνοιγμα των συμμετεχόντων σε αυτή στις ΑΞΕ.

Με πιο άμεσο τρόπο, η συμφωνία για τα επενδυτικά μέτρα στον τομέα του εμπορίου (TRIMs), που επίσης υιοθετήθηκε κατά το γύρο διαπραγματεύσεων της Ουρουγουάης, αποτελεί την πρώτη παγκόσμιας εμβέλειας ρύθμιση των ΑΞΕ. Η συμφωνία αποσκοπούσε στη σταδιακή άρση όσων περιοριστικών μέτρων επιφυλάσσουν στους ξένους επενδυτές οι χώρες υποδοχής τους, τα οποία επιδρούν αρνητικά στο εμπόριο και στρεβλώνουν τις διεθνείς εμπορικές ροές. Έχει δε περιορισμένο πεδίο εφαρμογής, καθώς αφορά αποκλειστικά στα επενδυτικά μέτρα που σχετίζονται με τις εμπορευματικές συναλλαγές, ενώ δεν ισχύει για τις υπηρεσίες. Οι βασικές της ρυθμίσεις (άρθρο 2, παρ. 1) απαγορεύουν την επιβολή από τα συμβαλλόμενα μέρη επενδυτικών μέτρων τα οποία αντιβαίνουν στην αρχή της εθνικής μεταχείρισης (άρθρο III GATT) ή στην αρχή της κατάργησης των ποσοτικών περιορισμών (άρθρο XI GATT). Σύμφωνα με την πρώτη αρχή, επιβάλλεται η μεταχείριση των αλλοδαπών προϊόντων να είναι όχι λιγότερο ευνοϊκή συγκριτικά με αυτή των ημεδαπών, ενώ, σύμφωνα με τη δεύτερη, επιβάλλεται η ποσότητα των εισαγωγών ή εξαγωγών να προκύπτει ελεύθερα από το μηχανισμό των τιμών και όχι να είναι προκαθορισμένη από την οικονομική πολιτική που υιοθετεί το εκάστοτε κράτος. Στον επεξηγηματικό πίνακα που επισυνάπτεται στο παράρτημα της συμφωνίας παρατίθενται πέντε είδη επενδυτικών μέτρων που επιδρούν στο εμπόριο και απαγορεύονται ρητά: α) η υποχρέωση επιτόπιας εισροής (δηλ. χρήσης

εγχώριων προϊόντων στην παραγωγή της επιχείρησης), β) η υποχρέωση συμψηφισμού εμπορίου (που ορίζει ότι οι εισαγωγές πρέπει να είναι ισότιμες προς ορισμένο ποσοστό εξαγωγών), γ) η υποχρέωση περιορισμού των εισαγωγών ανάλογα με την ποσότητα ή την αξία της παραγωγής της επιχείρησης, δ) ο περιορισμός της πρόσβασης σε ξένο συνάλλαγμα και ε) η υποχρέωση περιορισμού των εξαγωγών ανάλογα με την ποσότητα ή την αξία της παραγωγής της επιχείρησης. Ωστόσο, οι χώρες υποδοχής ΑΞΕ διατηρούν με βάση τη συμφωνία τη διακριτική ευχέρεια να επιβάλλουν στους επενδυτές οποιοδήποτε άλλο μέτρο που επιδρά στο εμπόριο, πλην των παραπάνω πέντε. Η συμφωνία όριζε μια μεταβατική περίοδο για την κατάργηση των απαγορευμένων μέτρων, η οποία, από την 1^η Ιανουαρίου 1995, ήταν δυο έτη για τις ανεπτυγμένες χώρες, πέντε έτη για τις αναπτυσσόμενες και επτά έτη για τις λιγότερο ανεπτυγμένες από τις αναπτυσσόμενες. Στις ρυθμίσεις περιλήφθηκαν επίσης τόσο μια ρήτρα standstill, σύμφωνα με την οποία οι συμβαλλόμενοι δεν επιτρεπόταν να εφαρμόσουν νέα TRIMs μέχρι να τα καταργήσουν όλα, όσο και μια ρήτρα rollback (σταδιακής κατάργησης των εξαιρέσεων και επιφυλάξεων), αφού τα μέρη υποχρεούνταν, έως το πέρας της μεταβατικής περιόδου, να καταργήσουν κάθε υφιστάμενο από τα απαγορευμένα TRIMs.⁹³

Οφείλουμε εδώ να συμπληρώσουμε ότι η διαμόρφωση ενός ευρύτερου, πολυμερούς πλαισίου ρύθμισης των διεθνών επενδύσεων υπήρξε ένα από τα ζητήματα που τέθηκαν ως υποψήφια για συμπερίληψη στην ατζέντα των διαπραγματεύσεων του ΠΟΕ κατά την Υπουργική Σύνοδο του οργανισμού στη Σιγκαπούρη το 1996, με πρωτοβουλία των ανεπτυγμένων χωρών και κυρίως των ΗΠΑ και της ΕΕ (οι επενδύσεις μαζί με την πολιτική ανταγωνισμού, τη διαφάνεια των κρατικών προμηθειών και τη διευκόλυνση του εμπορίου δια της άρσης των μη δασμολογικών εμποδίων, έγιναν από τότε εν συντομία γνωστά ως «θέματα της Σιγκαπούρης»). Καθώς, μετά από μια πενταετία άκαρπων συζητήσεων, δεν είχε κατορθωθεί να διαμορφωθεί η απαραίτητη συναίνεση για την ένταξη των θεμάτων αυτών στην Αναπτυξιακή Ατζέντα της Ντόχα το 2001, η οριστική απόφαση για τη συμπερίληψη τους ή μη στις διαπραγματεύσεις αναβλήθηκε για την 5^η Υπουργική Διάσκεψη του ΠΟΕ στο Κανκούν, το Σεπτέμβριο του 2003. Ωστόσο, η λήψη ομόφωνης απόφασης δεν κατέστη δυνατή ούτε εκεί, λόγω της αντίδρασης των αναπτυσσόμενων χωρών (όπως η Ινδία και η Βραζιλία), με αποτέλεσμα οι επενδύσεις και τα λοιπά θέματα της Σιγκαπούρης να εξαιρεθούν έκτοτε επ' αόριστο από την ατζέντα των διαπραγματεύσεων του οργανισμού.⁹⁴

⁹³ Για όσα στοιχεία αφορούν στη ρύθμιση των ΑΞΕ στο πλαίσιο των συμφωνιών του ΠΟΕ, βλ. Στεφάνου & Γκόρτσος 2006: σσ. 135-41, καθώς και Brewer & Young 2004: σσ. 121-30.

⁹⁴ Η αντιπαράθεση μεταξύ αναπτυσσόμενων και ανεπτυγμένων χωρών σχετικά με τα θέματα της Σιγκαπούρης συνδέθηκε, μεταξύ άλλων, και με την επιφύλαξη των δευτέρων να συζητήσουν την πιθανή αναθεώρηση του

8.3. Ρύθμιση των διεθνών επενδύσεων σε διμερή και περιφερειακή βάση: Γενικές αρχές και χαρακτηριστικά

Από την παρουσίαση που προηγήθηκε προκύπτει ότι το πολυμερές πλαίσιο ρύθμισης των διεθνών επενδύσεων, όπως έχει διαμορφωθεί στους κόλπους του ΟΟΣΑ και του ΠΟΕ, παραμένει σε μεγάλο βαθμό ατελές και αποσπασματικό, καθώς δεν καλύπτει παρά ορισμένες μόνο πτυχές του φαινομένου αλλά και δεν εξασφαλίζει την συναίνεση των συμμετεχόντων πέρα από κάποιο ελάχιστο κοινό παρονομαστή. Μπορεί επομένως να υποστηριχθεί βάσιμα ότι το σημερινό καθεστώς των διεθνών επενδύσεων εξακολουθεί να θεμελιώνεται κατά κύριο λόγο σε διμερές και περιφερειακό επίπεδο, όπως άλλωστε προκύπτει και από τον διαρκώς αυξανόμενο αριθμό των διακρατικών και περιφερειακών συμφωνιών που υπογράφονται για την προώθηση και προστασία τους. Σύμφωνα με τους πλέον πρόσφατους υπολογισμούς της UNCTAD, ο συνολικός αριθμός των διμερών συμφωνιών προστασίας επενδύσεων (στο εξής ΔΣΕ – στη διεθνή βιβλιογραφία είναι γνωστές ως *Bilateral Investment Treaties*, BITs) ανήλθε σε 2.573 στο τέλος του 2006. Εάν δε σε αυτές προστεθούν και οι 2.651 συμβάσεις αποφυγής διπλής φορολόγησης, καθώς και άλλες 241 λοιπές οικονομικές συμφωνίες που είχαν υπογραφεί ως τότε και περιέχουν όρους σχετικούς με επενδύσεις, ο συνολικός αριθμός των σχετιζόμενων με τις επενδύσεις διεθνών συμφωνιών πλησιάζει τις 5.500.⁹⁵

Πέρα από την ενισχυμένη νομική δεσμευτικότητα που τις χαρακτηρίζει, ως συνέπεια της αμοιβαιότητας και ανταποδοτικότητας επί των οποίων στηρίζεται η εφαρμογή τους από τα εκάστοτε συμβαλλόμενα μέρη, οι ΔΣΕ διακρίνονται από τις πιο χαλαρές πολυμερείς συμφωνίες ή διακηρύξεις για την προώθηση των διεθνών επενδύσεων και εκ του γεγονότος ότι προβλέπουν συγκεκριμένους κανόνες μεταχείρισης των ξένων επενδυτών, συνήθως με βάση τις γενικές αρχές του μάλλον ευνοούμενου κράτους (ΜΕΚ) και της εθνικής μεταχείρισης (ΕΜ), τις οποίες θίξαμε και νωρίτερα. Η πρώτη αρχή επιβάλλει στους συμβαλλόμενους να παρέχουν ο ένας στους επενδυτές του άλλου μεταχείριση όχι λιγότερο ευνοϊκή από εκείνη που παρέχουν σε παρόμοιες περιπτώσεις και με βάση άλλες συμφωνίες στους επενδυτές οποιουδήποτε άλλου κράτους. Κατά συνέπεια, βάσιμα υποστηρίζεται ότι η παρουσία της ρήτρας ΜΕΚ σε μεγάλο αριθμό διμερών και περιφερειακών συμφωνιών προστασίας των επενδύσεων αποτελεί σήμερα σημαντικό όργανο άρσης των

καθεστώτος επιδοτήσεων της αγροτικής τους παραγωγής, σύμφωνα με παλαιότερες υποσχέσεις που είχαν δώσει – βλ. ενδεικτικά, Woolcock 2003 και EC Commission 2003.

⁹⁵ Ένδειξη του ρυθμού πολλαπλασιασμού των σχετικών συμφωνιών αποτελεί ότι μόνο εντός του 2006 υπογράφηκαν 73 νέες ΔΣΕ. Παράλληλα, αυξανόμενο παρουσιάζεται τα τελευταία χρόνια το μερίδιο του αναπτυσσόμενου κόσμου σε αυτές: Μέχρι το τέλος του 2006 οι αναπτυσσόμενες χώρες συμμετείχαν στο 76% του συνόλου των ΔΣΕ, ενώ 680 εκ των συμφωνιών αυτών (27% του συνόλου) είχαν συναφθεί μεταξύ αναπτυσσόμενων χωρών (UNCTAD 2007: σσ. 16-9).

επενδυτικών περιορισμών ανά τον κόσμο, καθώς έχει ως αποτέλεσμα την εξάπλωση μιας σχετικά ομοιόμορφης μεταχείρισης, προσεγγίζοντας έτσι την κατάσταση που θα υπήρχε αν ίσχυε μια πραγματικά πολυμερής συμφωνία επενδύσεων. Η δεύτερη αρχή επιβάλλει σε κάθε συμβαλλόμενο μεταχείριση για τους επενδυτές του αντισυμβαλλομένου ίση με αυτή που επιφυλάσσεται για τους ημεδαπούς επενδυτές (είτε είναι φυσικά είτε νομικά πρόσωπα). Από μόνη της η αρχή της ΕΜ δεν εγγυάται ότι η μεταχείριση των ξένων επενδυτών παραμένει αμετάβλητη στο χρόνο αλλά μάλλον αποσκοπεί στον διαχρονικό αποκλεισμό της εφαρμογής δυσμενών διακρίσεων σε βάρος τους και προς όφελος των ημεδαπών ανταγωνιστών τους. Συνεπώς, η εφαρμογή της είναι λογικό να στηρίζεται στην αμοιβαιότητα.⁹⁶

8.4. Περιορισμοί των διεθνών επενδύσεων για λόγους προστασίας ζωτικών εθνικών συμφερόντων

Για τους σκοπούς της ανάλυσής μας είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι, ακόμα και στο σημερινό πλαίσιο της προϊούσας απορρύθμισης και απελευθέρωσης των διεθνών συναλλαγών που περιγράψαμε προηγουμένως, τα κράτη δεν έχουν απεμπολήσει πλήρως το δικαίωμα της επιβολής περιορισμών στις κινήσεις κεφαλαίων και στη ροή των επενδύσεων. Ειδικά σε ό,τι αφορά στις ΑΞΕ, είναι χαρακτηριστικό ότι η διατύπωση των περισσότερων διμερών και περιφερειακών συμφωνιών για την προστασία και προώθηση των επενδύσεων εξαιρεί από την εφαρμογή της αρχής εθνικής μεταχείρισης το στάδιο της αποδοχής και εγκατάστασης μιας ξένης επένδυσης, αφήνοντας στα συμβαλλόμενα κράτη τη διακριτική ευχέρεια απαγόρευσής της επί τη βάση κριτηρίων που μπορεί να είναι διαφορετικά από τα ισχύοντα για τους ημεδαπούς επενδυτές.⁹⁷ Ωστόσο, ακόμα και όσες διμερείς ή περιφερειακές συμφωνίες περιλαμβάνουν την υποχρέωση ΕΜ στο στάδιο αυτό, συνήθως αφήνουν το περιθώριο επιβολής περιορισμών, η οποία κατά κανόνα δικαιολογείται με την επίκληση ουσιωδών κρατικών συμφερόντων, ειδικά σε ό,τι αφορά στην προστασία της εθνικής ασφάλειας, της δημόσιας τάξης και υγείας, καθώς και του περιβάλλοντος. Εξαιρέσεις για τέτοιους λόγους επιτρέπονται, άλλωστε, και πλαίσιο των πολυμερών συμφωνιών του ΟΟΣΑ και του ΠΟΕ.⁹⁸

⁹⁶ Για τις αρχές ΜΕΚ και ΕΜ βλ. ενδεικτικά, Στεφάνου & Γκόρτσος 2006: σσ. 129-32 και Brewer & Young 2004: σσ. 31-2.

⁹⁷ Δεν είναι, άλλωστε, τυχαίο ότι το εγκαταληφθέν σχέδιο της Πολυμερούς Συμφωνίας Επενδύσεων του ΟΟΣΑ επικρίθηκε έντονα, όπως αναφέραμε παραπάνω, ακριβώς διότι – μεταξύ άλλων – προέβλεπε και την επέκταση της ΕΜ στη φάση της αποδοχής και εγκατάστασης των ξένων επενδύσεων.

⁹⁸ Στο άρθρο 3 των Κωδίκων Απελευθέρωσης της Κίνησης Κεφαλαίων και των Τρεχουσών Αδήλων Συναλλαγών του ΟΟΣΑ, υπάρχει ο όρος ότι τα μέλη δεν εμποδίζονται από τις υποχρεώσεις που αναλαμβάνουν από τη λήψη μέτρων που θεωρούν αναγκαία για την προστασία ουσιωδών συμφερόντων που σχετίζονται με την ασφάλειά τους. Επίσης, πλήθος επιφυλάξεων για λόγους εθνικής ασφάλειας έχουν διατυπωθεί στα σχετικά παραρτήματα του Οργάνου Εθνικής Μεταχείρισης (που αποτελεί τμήμα της Διακήρυξης για τις Διεθνείς Επενδύσεις και τις Πολυεθνικές Επιχειρήσεις του ΟΟΣΑ) από πολλά μέλη του οργανισμού αλλά και από τρίτες χώρες που έχουν προσχωρήσει σε αυτό. Το άρθρο XIVbis της GATS προβλέπει επίσης εξαιρέσεις για λόγους εθνικής ασφάλειας σε περιόδους πολέμου ή

Ένα ουσιαστικό χαρακτηριστικό των εξαιρέσεων αυτών είναι ότι βασίζονται στην επίκληση λόγων για την ύπαρξη ή μη των οποίων τελικός κριτής είναι το ίδιο το κράτος που τους επικαλείται. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα στην περίπτωση εξαιρέσεων για λόγους εθνικής ασφάλειας, το κατεξοχήν ασαφές περιεχόμενο της οποίας δημιουργεί προϋποθέσεις αυθαίρετης επίκλησής της. Θα πρέπει, βέβαια, να παρατηρήσουμε ότι η δυνατότητα των κρατών να αποφασίζουν για το τί συνιστά ή δεν συνιστά απειλή για την υπόστασή τους, αποτελεί ουσιώδες γνώρισμα της εθνικής κυριαρχίας και για το λόγο αυτό διαφυλάσσεται τόσο ζηλότυπα. Το χαρακτηριστικό αυτό δημιουργεί, πάντως, την υπόνοια ότι τέτοιες εξαιρέσεις μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως προκάλυμμα προστατευτισμού που απορρέει από καθαρά οικονομικά συμφέροντα. Όπως μάλιστα έχει παρατηρηθεί, το πρόβλημα καθίσταται εντονότερο όταν τα κράτη ερμηνεύουν με τέτοιο τρόπο την εθνική τους ασφάλεια ώστε να εξαιρούν τους ξένους επενδυτές από τομείς όπου οι εθνικές τους επιχειρήσεις απειλούνται από τον ανταγωνισμό. Ωστόσο, παρότι το περιεχόμενο της εθνικής ασφάλειας συνήθως δεν καθορίζεται σαφώς στις συμφωνίες, σε αρκετές περιπτώσεις οριοθετείται από την απαρίθμηση συγκεκριμένων κατηγοριών καταστάσεων στις οποίες δικαιολογείται η επίκλησή της. Αυτές σχετίζονται συνήθως με οικονομικές δραστηριότητες στο στρατιωτικό τομέα, όπως η παραγωγή και εμπορία όπλων και πυρομαχικών, ή με διακίνηση προϊόντων, υλικών, υπηρεσιών και τεχνολογιών που μπορούν να έχουν και στρατιωτική χρήση. Μια άλλη περίπτωση, όπως έχουμε δει και νωρίτερα, αφορά επενδύσεις σε υποδομές ή τομείς δραστηριότητας που χαρακτηρίζονται στρατηγικής σημασίας (π.χ. ενέργεια, τηλεπικοινωνίες, μέσα ενημέρωσης κτλ).⁹⁹

Έτσι, ακόμα και χώρες όπως οι ΗΠΑ, που παραδοσιακά τάσσονται υπέρ της ελευθερίας του εμπορίου και των επενδύσεων, περιλαμβάνουν στις συμφωνίες που υπογράφουν μακρούς καταλόγους τομέων όπου οι ξένες επενδύσεις υπόκεινται σε περιορισμούς, κάτι που δεν αποκλείει ότι αρκετές από τις εξαιρέσεις αυτές αντανakλούν πιέσεις εσωτερικών ομάδων οικονομικών συμφερόντων. Σε αντιστοιχία προς το περιεχόμενο των συμφωνιών επενδύσεων που υπογράφουν, τα κράτη προσαρμόζουν και την εθνική τους νομοθεσία ώστε να τους επιτρέπει των περιορισμό ή και την απαγόρευση των ξένων επενδύσεων, όποτε κρίνεται ότι απειλούνται ζωτικά τους συμφέροντα, μέσω διαδικασιών ελέγχου για την απόρριψη ή αποδοχή τους. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η λεγόμενη «τροπολογία Exon-Florio» που εισήγαγε το αμερικανικό Κογκρέσο το 1988 στη

διεθνών κρίσεων αλλά και σε ό,τι αφορά τη χρήση πυρηνικών υλικών και την παροχή υπηρεσιών για στρατιωτικούς σκοπούς (OECD 2007b: σσ. 94 κ.ε.).

⁹⁹ OECD 2007b: σσ. 53 κ.ε., UNCTAD 2006: σσ. 225-6.

νομοθεσία περί αμυντικής παραγωγής (Defense Production Act), με την οποία επιτρέπεται στον Πρόεδρο των ΗΠΑ να απαγορεύσει την εξαγορά κάποιας αμερικανικής επιχείρησης από ξένο επενδυτή, εφόσον υπάρχουν αξιόπιστες ενδείξεις ότι αυτός μπορεί να αναλάβει δράση που απειλεί την εθνική ασφάλεια και εφόσον άλλες διατάξεις δεν επαρκούν για την προστασία αυτής. Η νομοθεσία αυτή, όπως έχει τροποποιηθεί έκτοτε (και πλέον πρόσφατα, εντός του 2007, με την εισαγωγή ειδικού νόμου περί ξένων επενδύσεων και εθνικής ασφάλειας – Foreign Investment and National Security Act, FINSA), περιγράφει μια σειρά παραγόντων που θα πρέπει να εξετάζονται για την έγκριση μιας επένδυσης, μεταξύ των οποίων και η πιθανή εμπλοκή αλλοδαπών κυβερνήσεων στις επενδύσεις. Υπεύθυνη για την εφαρμογή της είναι η Επιτροπή για τις Ξένες Επενδύσεις στις ΗΠΑ (Committee on Foreign Investments in the US – CFIUS), η οποία εξετάζει περιπτώσεις που υποπίπτουν στην αντίληψή της ή της γνωστοποιούνται εθελοντικά από τους επενδυτές, είτε πριν είτε και μετά την πραγματοποίηση της επένδυσης.¹⁰⁰

Κλείνοντας την ενότητα αυτή, θα πρέπει επίσης να αναφέρουμε ότι, πέρα από τις διαδικασίες ελέγχου και έγκρισης ξένων επενδύσεων που εφαρμόζονται στη βάση κανόνων προστασίας της εθνικής ασφάλειας, τα κράτη πολύ συχνά χρησιμοποιούν και άλλες πιο έμμεσες μορφές ελέγχου των ξένων επενδύσεων, με σκοπό την προστασία συμφερόντων τους που θεωρούν ζωτικά. Τέτοιες δυνατότητες προσφέρονται μέσω των κανόνων εποπτείας των κεφαλαιαγορών και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, των αντιμονοπωλιακών διατάξεων και της νομοθεσίας περί ανταγωνισμού, της απαίτησης ειδικών προδιαγραφών ή ανώτατων ορίων για τη συμμετοχή ξένων σε ορισμένους τομείς οικονομικής δραστηριότητας, της απαγόρευσης ανάθεσης ορισμένων δημοσίων συμβάσεων σε αλλοδαπές επιχειρήσεις, της πρόβλεψης για κρατική ιδιοκτησία επιχειρήσεων που προσφέρουν υπηρεσίες ή παράγουν αγαθά σε ορισμένους τομείς κτλ.¹⁰¹

¹⁰⁰ UNCTAD 2006: σ. 226, Kern 2007: σ. 12, Kimmitt 2007, Brewer & Young 2004: σσ. 32-3.

¹⁰¹ Kern 2007: σ. 13. Για μια συνολική θεώρηση του «θεσμικού οπλοστασίου» που διαθέτουν τα κράτη για τη ρύθμιση των ξένων επενδύσεων που πραγματοποιούνται σε αυτά, βλ. IMF 2008a: Box 2 (σ. 19) και Brewer & Young 2004: σσ. 24-30.

9. Διεθνείς αντιδράσεις και πρωτοβουλίες σε εξέλιξη για την αντιμετώπιση της παρούσας πρόκλησης των SWFs σε πολιτικό επίπεδο.

9.1. Σύνοψη της σχετικής επιχειρηματολογίας – Η πρωτοβουλία των G7

Στο φόντο του υφιστάμενου διεθνούς πλαισίου ρύθμισης των ξένων επενδύσεων και με βάση την τρέχουσα προβληματική που περιγράψαμε νωρίτερα σχετικά με το ρόλο των SWFs στην παγκόσμια οικονομία, έχει αναπτυχθεί μια αρκετά εκτενής επιχειρηματολογία σε ό,τι αφορά στην αντιμετώπισή τους, τόσο από οικονομικούς αναλυτές, όσο και από πολιτικούς σχεδιαστές. Συνολικά, θα λέγαμε ότι οι προτάσεις που έχουν κατατεθεί συγκλίνουν στην άποψη ότι θα πρέπει να διαμορφωθούν ορισμένοι σταθεροί κανόνες και πρότυπα ως προς τους σκοπούς, τη διοίκηση, την επενδυτική στρατηγική, τη λογοδοσία, τη διαχειριστική διαφάνεια αλλά και, ενδεχομένως, τη συμπεριφορά των SWFs ως επενδυτών (π.χ. σε σχέση με την κλίμακα και την ταχύτητα των αναδιαρθρώσεων στα χαρτοφυλάκιά τους), ώστε να διασκεδαστούν οι υπάρχουσες ανησυχίες.¹⁰² Αρκετές δε από τις προτάσεις αυτές περιλαμβάνουν και συγκεκριμένες αλλαγές, όπως οι ακόλουθες, με σκοπό να περιορίσουν τις υπόνοιες για εξυπηρέτηση πολιτικών σκοπιμοτήτων από τα SWFs:

- Να πραγματοποιούν τις επενδύσεις τους αποκλειστικά μέσω ενδιάμεσων διαχειριστών, όπως συμβαίνει στην περίπτωση ορισμένων αμοιβαίων κεφαλαίων επιχορήγησης (endowment funds).¹⁰³ Ωστόσο, μια τέτοια λύση κατ' άλλους δεν είναι επαρκής, καθώς δεν αποκλείει το ενδεχόμενο οι διαχειριστές αυτοί να εκτελούν απλώς τις οδηγίες των εντολέων τους.¹⁰⁴
- Να υφίστανται ανώτατα όρια ως προς το μερίδιο ιδιοκτησίας ή / και τα δικαιώματα ψήφου των SWFs σε ξένες επιχειρήσεις όπου επενδύουν, τα οποία να κυμαίνονται κάτω από το τυπικό

¹⁰² Κάποιοι μάλιστα προτείνουν η διαμόρφωση ενός συνολικού προτύπου που θα καλύπτει τις παραμέτρους αυτές να ισχύει όχι μόνο για τα SWFs αλλά για το σύνολο των διεθνών επενδυτικών δραστηριοτήτων που απορρέουν από κράτη (Truman 2007).

¹⁰³ Summers 2007, ο οποίος μάλιστα θεωρεί ότι μια τέτοια λύση θα αύξανε το διαχειριστικό επαγγελματισμό και θα οδηγούσε σε μεγαλύτερες αποδόσεις.

¹⁰⁴ Άλλωστε, όπως θα σχολιάσουμε και παρακάτω, ζητήματα διαφάνειας και λογοδοσίας τίθενται και σε ό,τι αφορά στη συμπεριφορά ενδιάμεσων διαχειριστών, ειδικά στην περίπτωση των hedge και equity funds, ο αποσταθεροποιητικός ρόλος των οποίων στις χρηματαγορές έχει καταδειχθεί από πολλές πλευρές - βλ. ενδεικτικά, Gordon 2007b.

ποσοστό που προσφέρει δυνατότητα άσκησης (έστω μειοψηφικού) ελέγχου.¹⁰⁵ Μια λιγότερο περιοριστική πρόταση συνίσταται στην υποχρέωση των SWFs να δημοσιοποιούν τακτικά την άσκηση από πλευράς τους των δικαιωμάτων ψήφου στις επιχειρήσεις των οποίων είναι μέτοχοι, κατά τα πρότυπα άλλων θεσμικών επενδυτών.¹⁰⁶

- Να θεσπιστεί σαφής διοικητικός διαχωρισμός των SWFs από τις κυβερνήσεις που τα ελέγχουν, κατά τα πρότυπα της ανεξαρτησίας των κεντρικών τραπεζών.¹⁰⁷
- Να διαμορφωθεί μια «λίστα εξαιρέσεων» που θα περιλαμβάνει ευαίσθητους τομείς όπου τα SWFs θα πρέπει να αποφεύγουν να επενδύουν.

Όπως είναι προφανές, η εφαρμογή ορισμένων από τις παραπάνω προτάσεις θα περιορίζει σοβαρά τη διαχειριστική ελευθερία των SWFs και, κατά συνέπεια, τα κυριαρχικά δικαιώματα των κρατών που τα ελέγχουν σχετικά με τους τρόπους αξιοποίησης του πλούτου τους. Επομένως, η εθελοντική αποδοχή τέτοιων ρυθμίσεων δε φαίνεται ρεαλιστική, ενώ, ακόμα και αν καθίστατο εφικτή (π.χ. μέσω περιορισμών που θα επέβαλαν μονομερώς οι χώρες υποδοχής), πιθανότατα θα έθετε περιττούς και ανεπιθύμητους φραγμούς στην αποδοτική ροή των επενδύσεων, βλάπτοντας την παγκόσμια οικονομία. Έτσι, η λογική που μέχρι στιγμής πρυτανεύει τουλάχιστον στο επίπεδο του διαλόγου που έχει πραγματοποιηθεί σε πολυμερές επίπεδο, πρεσβεύει ότι, αφενός, η άρση όλων των ανησυχιών σχετικά με τα SWFs είναι πρακτικά δύσκολη ή και αδύνατη, αφετέρου όμως, ο σημαντικότερος κίνδυνος σε σχέση με αυτές έγκειται μάλλον στον προστατευτισμό που ενδέχεται να πυροδοτήσουν εάν μείνουν παντελώς αναπάντητες σε διεθνές επίπεδο και η αντιμετώπισή τους αφεθεί μόνο σε πιθανώς ανταγωνιστικές εθνικές πρωτοβουλίες. Κατά συνέπεια, όπως θα δούμε και στη συνέχεια, ζητούμενο αποτελεί η ανάπτυξη μιας πολυμερούς συνεργασίας μεταξύ όλων των εμπλεκόμενων πλευρών, με σκοπό την εξισορρόπηση ανάμεσα στην προστασία θεμιτών συμφερόντων και στη διατήρηση ενός ικανοποιητικού επιπέδου ελευθερίας των διεθνών συναλλαγών.¹⁰⁸

¹⁰⁵ Βλ. ενδεικτικά, Hildebrand 2007: σ. 11, ο οποίος, ωστόσο, παραδέχεται ότι είναι δύσκολο να καθοριστεί κάποιο κοινώς αποδεκτό όριο συμμετοχής, που να εξασφαλίζει την άσκηση ελέγχου ή απλώς επιρροής σε μια επιχείρηση. Στο σημείο αυτό αξίζει να υπενθυμίσουμε (βλ. κεφ. 6.4 του παρόντος) την κριτική σύμφωνα με τη οποία η παθητική στάση των SWFs ως επενδυτών δεν προάγει την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων όπου επενδύουν.

¹⁰⁶ Μια τέτοια υποχρέωση ισχύει π.χ. για τα αμοιβαία κεφάλαια στις ΗΠΑ (βλ. σχετικά, IMF 2008: σ. 16, υποσημείωση 18).

¹⁰⁷ Hildebrand 2007: σ. 10.

¹⁰⁸ IMF 2008: σ. 16.

Προς αυτή την κατεύθυνση, τον Οκτώβριο του 2007, οι Υπουργοί Οικονομικών και οι Διοικητές των Κεντρικών Τραπεζών της ομάδας G7 κάλεσαν τους κυριότερους πολυμερείς οργανισμούς που δραστηριοποιούνται σε σχέση με τη διασυνοριακή κίνηση κεφαλαίων και τις διεθνείς επενδύσεις, δηλ. το ΔΝΤ και τον ΟΟΣΑ, να διερευνήσουν μια σειρά από ζητήματα που άπτονται τόσο της λειτουργίας των SWFs (θεσμική δομή, διαχείριση κινδύνου, διαφάνεια και λογοδοσία), όσο και του διεθνούς πλαισίου υποδοχής κρατικά ελεγχόμενων επενδύσεων (στη βάση αρχών όπως μη διάκριση, διαφάνεια και προβλεψιμότητα). Έτσι, το μεν ΔΝΤ ανέλαβε την επεξεργασία ενός κώδικα καλών πρακτικών που θα ζητηθεί να εφαρμόζουν εθελοντικά τα SWFs, τα οποία και έχουν κληθεί να συνεισφέρουν στην εκπόνησή του, ενώ ο ΟΟΣΑ πρόκειται να επεξεργαστεί από την πλευρά των χωρών υποδοχής ένα κώδικα δεοντολογίας που θα αφορά τους κανόνες μεταχείρισης των επενδύσεων που προέρχονται από αυτά, με σκοπό τη σύγκλιση σε κοινές, διαφανείς και προβλέψιμες πρακτικές και την αποφυγή περιττού προστατευτισμού ή και ανεπιθύμητου κανονιστικού arbitrage.¹⁰⁹

9.2. Διάλογος και πρωτοβουλίες στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Στο ευρύτερο αυτό πλαίσιο διαλόγου, που έχει ξεκινήσει σε πολυμερές επίπεδο, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στις 27/2/2008 δημοσίευσε ανακοίνωση¹¹⁰ με σκοπό τη διαμόρφωση μιας κοινής ευρωπαϊκής προσέγγισης ως προς τα SWFs, την οποία θεωρεί αναγκαία για τρεις κυρίως λόγους:

- Σε ένα ζήτημα διεθνούς ενδιαφέροντος, οι πολυμερείς λύσεις είναι αποτελεσματικότερες από τις εθνικές, καθώς διαμορφώνουν ένα πιο συνεκτικό και αξιόπιστο πλαίσιο λήψης αποφάσεων. Επιπλέον, μια κοινή ευρωπαϊκή στάση θα ενίσχυε την επιρροή της ΕΕ στη διεθνή διαπραγμάτευση του ζητήματος.
- Μια κοινή στάση είναι απαραίτητη για την ομαλή λειτουργία της εσωτερικής αγοράς, καθώς μια σειρά αποσπασματικών και μη συντονισμένων εθνικών αντιδράσεων θα είχε διασπαστικά αποτελέσματα, δημιουργώντας μάλιστα τον κίνδυνο αποθάρρυνσης των επενδύσεων στην ΕΕ, όχι μόνο από τα SWFs αλλά και από άλλες κατηγορίες επενδυτών.
- Η λήψη προστατευτικών μέτρων έναντι των επενδύσεων που κατευθύνονται στην ΕΕ θα μπορούσε να επιδράσει αρνητικά στην προσπάθεια της κοινότητας να ανοίξει τις αγορές τρίτων χωρών στις κοινοτικές επενδύσεις.

¹⁰⁹ Για τη σχετική ανακοίνωση των G7, βλ. <http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm071019.htm>.

¹¹⁰ EC Commission 2008.

Με το σκεπτικό αυτό η ανακοίνωση εξετάζει το ζήτημα των SWFs ως ειδική περίπτωση των διασυνοριακών επενδύσεων, τονίζοντας μάλιστα ότι η λειτουργία τους στην ΕΕ δεν λαμβάνει χώρα σε νομικό κενό αλλά αντιθέτως ισχύουν και για αυτά οι κανόνες του κοινοτικού αλλά και εθνικού δικαίου των κ-μ που αφορούν τις ξένες επενδύσεις, καθώς επίσης και ένα σύνολο διεθνών υποχρεώσεων που διαμορφώνεται από τους κανόνες του ΟΟΣΑ και του ΠΟΕ, σε συνδυασμό με τις υπάρχουσες διμερείς και τομεακές συμφωνίες επενδύσεων. Η ΕΕ και τα μέλη της δεσμεύονται από τις υποχρεώσεις αυτές κατά την εξέταση μέτρων σχετικά με τις επενδύσεις των SWFs όπως ακριβώς και για τα μέτρα που αφορούν κάθε άλλη μορφή επένδυσης. Ταυτόχρονα, τόσο οι συμφωνίες στο πλαίσιο του ΠΟΕ όσο και οι διμερείς συμφωνίες της ΕΕ προβλέπουν εξαιρέσεις για λόγους δημόσιας τάξης ή δημόσιας ασφάλειας βάσει των οποίων μπορούν να ληφθούν μέτρα για πραγματικούς λόγους εθνικής ασφάλειας.

Όσον αφορά το νομικό πλαίσιο της ΕΕ, οι επενδύσεις των SWFs εντός της Ένωσης υπόκεινται στους ίδιους κανόνες και ελέγχους που εφαρμόζονται σε όλες τις άλλες μορφές επενδύσεων, είτε είναι ξένες είτε εγχώριες, με τήρηση των αρχών που προβλέπονται στο άρθρο 56 της Συνθήκης ΕΚ για την ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων μεταξύ των κ-μ και μεταξύ κ-μ και τρίτων χωρών. Η ελευθερία αυτή δεν είναι, ωστόσο, απόλυτη: Δυνάμει του άρθρου 57 παρ. 2 η Κοινότητα μπορεί να λαμβάνει με ειδική πλειοψηφία μέτρα σχετικά με τις κινήσεις κεφαλαίων από τρίτες χώρες που αφορούν άμεσες επενδύσεις, καθώς και να λαμβάνει – με ομόφωνη απόφαση – μέτρα που περιορίζουν τις άμεσες επενδύσεις.¹¹¹

Επίσης, το κοινοτικό δίκαιο περί ανταγωνισμού (ειδικότερα ο κανονισμός για τον έλεγχο των συγχωνεύσεων και εξαγορών¹¹²) επιτρέπει στα κ-μ να λαμβάνουν τα κατάλληλα περιοριστικά μέτρα για την προστασία τυχόν έννομων συμφερόντων τους, τα οποία δεν αφορούν στον ανταγωνισμό. Τα εν λόγω μέτρα πρέπει να κρίνονται απαραίτητα, να μην εισάγουν διακρίσεις και να είναι αναλογικά και συμβατά με άλλες διατάξεις του κοινοτικού δικαίου. Ως τέτοια έννομα συμφέροντα νοούνται η

¹¹¹ Παράλληλα, η Συνθήκη ΕΚ προβλέπει (στο άρθρο 58, παρ. 1) εξαιρέσεις στην ελεύθερη διακίνηση των κεφαλαίων για λόγους δημόσιας τάξης ή ασφάλειας, για φορολογικούς λόγους, καθώς και με σκοπό την εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Επίσης, δεν αποκλείει λόγους που σχετίζονται με ουσιώδη συμφέροντα ασφαλείας των κ-μ, τα οποία συνδέονται με την παραγωγή ή το εμπόριο, όπλων, πυρομαχικών και πολεμικού υλικού (άρθρο 296).

¹¹² Ο Κανονισμός του Συμβουλίου ΕΚ αρ. 139/2004 περί ελέγχου των συγκεντρώσεων μεταξύ επιχειρήσεων προβλέπει ότι όσες συγχωνεύσεις και εξαγορές (ανεξαρτήτως της χώρας εγκατάστασης των εμπλεκόμενων φορέων) έχουν «κοινοτική διάσταση» (δηλ. ξεπερνούν σε αξία ορισμένο κατώφλι) οφείλουν να εγκρίνονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

δημόσια ασφάλεια, η πολυφωνία των μέσων ενημέρωσης και οι κανόνες χρηστής διαχείρισης, ενώ η Επιτροπή δύναται να αξιολογήσει ως έννομα και άλλα συμφέροντα που της έχουν γνωστοποιηθεί, μετά από εξέταση κατά περίπτωση.

Όσον αφορά την εθνική νομοθεσία, η Επιτροπή κρίνει ότι τα κ-μ διαθέτουν εθνικά μέσα που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για τον έλεγχο και την επιβολή όρων στις επενδύσεις των SWFs ή οιασδήποτε άλλων επενδυτών, ενώ δύναται επίσης να αναπτύξουν νέα μέτρα κατάλληλα για την αντιμετώπιση ενδεχόμενων ειδικών αναγκών, εφόσον τα μέτρα αυτά είναι συμβατά με τη Συνθήκη, αναλογικά, δεν εισάγουν διακρίσεις και δεν αντίκεινται σε διεθνείς υποχρεώσεις. Επιπλέον, το Ευρωπαϊκό Δικαστήριο έχει διευκρινίσει περαιτέρω τον τρόπο με τον οποίο τα κ-μ δύναται να εφαρμόσουν τα εν λόγω εθνικά μέτρα κατά τρόπο πλήρως συμβατό με τη Συνθήκη, υπογραμμίζοντας ότι η επίκληση καθαρά οικονομικών λόγων δεν μπορεί ποτέ να αιτιολογήσει την επιβολή φραγμών που απαγορεύονται από αυτή.¹¹³ Τέλος, επισημαίνεται ότι υπάρχει δυνατότητα να παρακολουθείται και να ελέγχεται σε συνεχή βάση η συμπεριφορά των SWFs ως επενδυτών μέσω του υφιστάμενου κανονιστικού πλαισίου, το οποίο αποτελεί αποτελεσματικό εργαλείο προστασίας των δημοσίων συμφερόντων ανεξάρτητα από το ιδιοκτησιακό καθεστώς των επενδύσεων.

Συνεπώς, η Επιτροπή επισημαίνει τον κίνδυνο ότι η εισήγηση πρόσθετων νομοθετικών μέτρων θα μπορούσε να οδηγήσει στη λανθασμένη εντύπωση ότι συνιστά υπαναχώρηση ως προς την κοινοτική δέσμευση για ένα ανοικτό καθεστώς επενδύσεων. Έτσι, θεωρεί ότι θα πρέπει να κινηθεί περισσότερο στην κατεύθυνση προώθησης της διεθνούς προσπάθειας (συμπλέοντας με τον ΟΟΣΑ και το ΔΝΤ) για την ενίσχυση της συνεργασίας μεταξύ των SWFs, των χωρών υποδοχής και των χωρών προέλευσής τους, με στόχο την από κοινού υιοθέτηση αρχών που θα εξασφαλίζουν τη διαφάνεια, προβλεψιμότητα και υποχρέωση λογοδοσίας σχετικά με τις επενδύσεις αυτών. Παράλληλα, σύμφωνα με την ανακοίνωση, η μεταχείριση των SWFs ως υποψηφίων επενδυτών από την ΕΕ θα πρέπει να βασίζεται στις ακόλουθες πέντε γενικές αρχές:

1. Προσήλωση στη διατήρηση ενός ανοικτού περιβάλλοντος για τις επενδύσεις σε αναφορά και προς τη Στρατηγική της Λισσαβόνας αλλά και με στόχο την αμοιβαία διευκόλυνση των ευρωπαϊκών επενδύσεων σε τρίτες χώρες.

¹¹³ Άλλωστε, όπως προβλέπει το άρθρο 58, παρ. 3 της Συνθήκης, τα μέτρα που λαμβάνονται από κ-μ δεν μπορούν να αποτελούν ούτε μέσο αυθαίρετων διακρίσεων, ούτε συγκεκριμένο περιορισμό της ελεύθερης κίνησης των κεφαλαίων όπως ορίζεται στο άρθρο 56.

2. Υποστήριξη των πολυμερών προσπαθειών διαλόγου στο πλαίσιο διεθνών οργανισμών και ειδικά του ΔΝΤ και του ΟΟΣΑ.
3. Χρήση και στην περίπτωση των SWFs των υφισταμένων στην Κοινότητα εργαλείων πολιτικής για την αντιμετώπιση τυχόν προκλήσεων που προκύπτουν από διασυνοριακές επενδύσεις.
4. Σεβασμός των κανόνων της Συνθήκης ΕΚ και των διεθνών υποχρεώσεων της ΕΕ.
5. Αναλογικότητα και διαφάνεια κατά τη λήψη μέτρων που αποσκοπούν στην προστασία του δημοσίου συμφέροντος σε σχέση με τις επενδύσεις.

Το κείμενο κλείνει με την αναφορά στις προτάσεις που προτίθεται να καταθέσει η Επιτροπή στο πλαίσιο του διεθνούς διαλόγου που έχει ανοίξει για τα SWFs. Αυτές κινούνται στους ακόλουθους δυο άξονες, με αναφορά στις υφιστάμενες αρχές του ΔΝΤ και του ΟΟΣΑ για τη διαχείριση των συναλλαγματικών αποθεμάτων και την εταιρική διακυβέρνηση των δημοσίων επιχειρήσεων αντίστοιχα:

A) Αρχές χρηστής διακυβέρνησης:

- Σαφής διάκριση αρμοδιοτήτων στην εσωτερική διοικητική δομή των SWFs.
- Ανάπτυξη και γνωστοποίηση μιας πολιτικής επενδύσεων που να προσδιορίζει τους συνολικούς στόχους κάθε SWF.
- Διοικητική αυτοτέλεια του κάθε επενδυτικού φορέα, με σκοπό την εκπλήρωση των καθορισμένων στόχων του.
- Δημόσια ανακοίνωση των γενικών αρχών που προσδιορίζουν την σχέση ενός SWF με την κυβέρνηση της χώρας προέλευσής του.
- Ανακοίνωση των γενικών αρχών εσωτερικής διακυβέρνησης που εξασφαλίζουν εχέγγυα ακεραιότητας.
- Ανάπτυξη και γνωστοποίηση πολιτικών διαχείρισης κινδύνου.

B) Αρχές διαφάνειας:

- Ετήσια ανακοίνωση των επενδυτικών θέσεων και τοποθετήσεων περιουσιακών στοιχείων των SWFs, ειδικά για επενδύσεις στις οποίες κατέχεται πλειοψηφικό πακέτο.
- Γνωστοποίηση τυχόν άσκησης ιδιοκτησιακών δικαιωμάτων.

- Γνωστοποίηση της χρήσης χρηματοοικονομικής μόχλευσης (leverage) καθώς και της νομισματικής σύνθεσης του κεφαλαίου τους.
- Γνωστοποίηση των κανονισμών και των μηχανισμών εποπτείας της χώρας προέλευσης, οι οποίοι διέπουν κάθε SWF.

Το κείμενο της ανακοίνωσης κατατέθηκε προς συζήτηση στο Συμβούλιο ECOFIN της 4/3/2008, όπου οι αντιπροσωπείες των κ-μ συμφώνησαν επί της αναγκαιότητας διαμόρφωσης μια κοινής ευρωπαϊκής θέσης στο πλαίσιο του συνεχιζόμενου διεθνούς διαλόγου για τα SWFs. Τόνισαν επίσης ότι, για την επίτευξη οιασδήποτε συμφωνίας σε παγκόσμιο επίπεδο, είναι καίρια η ανάληψη δεσμεύσεων, ιδίως όσον αφορά το διαχωρισμό της διαχείρισης των κρατικών επενδυτικών ταμείων από τις πολιτικές αρχές. Συμφωνήθηκε, τέλος, ότι σε περίπτωση που οι διεθνείς διαπραγματεύσεις δεν σημειώσουν ικανοποιητική εξέλιξη, θα πρέπει να μελετηθεί η ανάληψη περαιτέρω δράσης στο επίπεδο της ΕΕ.¹¹⁴

Στην ίδια κατεύθυνση, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της 13-4 Μαρτίου 2008 υποδέχτηκε θετικά την ανακοίνωση της Επιτροπής και συμφώνησε ότι η κοινή ευρωπαϊκή προσέγγιση επιβάλλεται να λαμβάνει υπόψη τα εθνικά συμφέροντα των κ-μ, σύμφωνα με τις προαναφερθείσες πέντε αρχές που πρότεινε η Επιτροπή. Το Συμβούλιο υποστήριξε επίσης ανοικτά τους στόχους τόσο της θέσπισης ενός εθελοντικού κώδικα δεοντολογίας για τα SWFs, όσο και του καθορισμού αρχών για τις αποδέκτριες χώρες σε διεθνές επίπεδο. Τόνισε δε ότι η ΕΕ θα πρέπει να συμβάλει στις διεξαγόμενες συζητήσεις κατά συντονισμένο τρόπο και κάλεσε την Επιτροπή και το Συμβούλιο Υπουργών να συνεχίσουν τις εργασίες τους με αυτό το πνεύμα.¹¹⁵

9.3. Εργασίες στο πλαίσιο του ΔΝΤ

Σύμφωνα με το πρόγραμμα εργασιών που δημοσίευσε το ΔΝΤ στις 29/2/2008,¹¹⁶ ένα πρώτο σχέδιο του κώδικα καλών πρακτικών που ανέλαβε να εκπονήσει σε συνεργασία με τα SWFs θα είναι έτοιμο τον Αύγουστο του 2008, ώστε να κυκλοφορήσει για διαβούλευση τους επόμενους δύο μήνες και να κατατεθεί κατόπιν προς συζήτηση στο Εκτελεστικό Συμβούλιο ενόψει της ετήσιας συνόδου του Ταμείου, το φθινόπωρο του ιδίου έτους. Στο εν λόγω πρόγραμμα, το οποίο συζητήθηκε και

¹¹⁴ ECOFIN 2008: σ. 9.

¹¹⁵ Ευρωπαϊκό Συμβούλιο 2008: σ. 18.

¹¹⁶ IMF 2008a.

υιοθετήθηκε από το Εκτελεστικό Συμβούλιο στις 21/3/2008,¹¹⁷ η αρμοδιότητα παρέμβασης του ΔΝΤ οριοθετείται κυρίως σε ό,τι αφορά στην αντιμετώπιση του μακροοικονομικού και δημοσιονομικού αντικτύπου των SWFs, καθώς εμπίπτει στα καθήκοντά του για επιτήρηση της ομαλής λειτουργίας του διεθνούς νομισματικού συστήματος, αλλά και για παροχή τεχνικής βοήθειας στα μέλη του επί θεμάτων νομισματικής και δημοσιονομικής διαχείρισης. Αντιθέτως, άλλα θέματα, όπως οι τυχόν επιπτώσεις των επενδύσεων στην εθνική ασφάλεια των ληπτριών χωρών ή θέματα εποπτείας των κεφαλαιαγορών, εξαιρούνται ρητά από την αρμοδιότητα του Ταμείου. Παράλληλα, το πρόγραμμα υιοθετεί τον ορισμό των SWFs που ήδη έχουμε αναφέρει και χρησιμοποιούμε στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας (βλ. ανωτέρω, κεφ. 4.3), εξαιρώντας από το πεδίο εφαρμογής του σχεδιαζόμενου κώδικα όσα κρατικά επενδυτικά σχήματα διαθέτουν σαφώς προσδιορισμένους στόχους και υποχρεώσεις (όπως π.χ. οι κρατικές επιχειρήσεις ή τα συνταξιοδοτικά ταμεία), καλύπτονται ήδη από άλλες διεθνείς προδιαγραφές λειτουργίας, περιλαμβάνονται σε υφιστάμενες επίσημες στατιστικές απεικονίσεις μακροοικονομικών στοιχείων ή / και εν γένει τελούν υπό αυστηρότερη εποπτεία από ό,τι τα SWFs.¹¹⁸

Οι εργασίες για τον εντοπισμό καλών πρακτικών θα αντλήσουν από μια σειρά υφιστάμενων προτύπων που έχει μέχρι σήμερα διαμορφώσει το ΔΝΤ με σκοπό τη διασφάλιση της διαφάνειας στην άσκηση δημοσιονομικής, νομισματικής και χρηματοπιστωτικής πολιτικής, καθώς και για τη χρηστή διαχείριση των επίσημων αποθεματικών των μελών του. Αρκετά θέματα που καλύπτονται από τις καθοδηγητικές αυτές αρχές αναγνωρίζονται στο πρόγραμμα ως άμεσα σχετιζόμενα με την προβληματική περί τα SWFs. Τέτοια είναι:¹¹⁹

- Η ύπαρξη σαφούς νομικού πλαισίου, που να διευκρινίζει τη θεσμική δομή εντός της οποίας λειτουργεί μια κρατική επενδυτική οντότητα (και τυχόν εξαρτημένες από αυτή μονάδες) και που να διασφαλίζει ότι οι σκοποί, ο ρόλος, το εύρος των δραστηριοτήτων και οι αρμοδιότητες αυτής είναι ξεκάθαρα προσδιορισμένα.
- Η ανάγκη για μηχανισμούς που διασφαλίζουν ότι η επενδυτική οντότητα λειτουργεί κατά τρόπο συμβατό με την επιδίωξη των γενικότερων στόχων της κυβερνητικής πολιτικής.

¹¹⁷ IMF 2008c.

¹¹⁸ IMF 2008a: σσ. 26-7.

¹¹⁹ Τα πρότυπα και οι αρχές αυτές περιλαμβάνονται κυρίως στα ακόλουθα κείμενα του ΔΝΤ: *Code on Good Practices on Fiscal Transparency*, *Special Data Dissemination Standards*, *General Data Dissemination System*, *Code on Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies*, *Guide on Resource Revenue Transparency*, *Manual on Fiscal Transparency* και *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management* (IMF2008a: σσ. 22-3).

- Η διαμόρφωση ενός σαφώς προσδιορισμένου πλαισίου διαχείρισης κινδύνου. Αυτό οφείλει να περιλαμβάνει μια δήλωση σκοπών, δημόσια γνωστές επενδυτικές κατευθυντήριες, μέτρα για την αξιολόγηση και τον έλεγχο της απόδοσης του ταμείου και των διαχειριστών του, καθώς και παραμέτρους για την αποτίμηση του επενδυτικού κινδύνου και για την χάραξη των ορίων αποδοχής του.
- Η υποχρέωση για τακτική και έγκαιρη δημοσίευση έγκυρων και εύληπτων στοιχείων όσον αφορά το μέγεθος της επενδυτικής οντότητας, τις πηγές και τις χρήσεις των κεφαλαίων της και τις επενδυτικές της πράξεις. Όταν δε γίνεται εκμετάλλευση σημαντικών χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, θεωρείται αναγκαία η τριμηνιαία δημοσίευση ισολογισμών για την ανά κατηγορία σύνθεση ενεργητικού και παθητικού, καθώς και για τις αποδόσεις των επενδύσεων (π.χ. έσοδα από τόκους, μερίσματα κτλ.).
- Η ανάγκη για ετήσιο έλεγχο των ισολογισμών της οντότητας, διενεργούμενο από ανεξάρτητους ορκωτούς λογιστές, τα αποτελέσματα του οποίου θα δημοσιεύονται εντός ορισμένης προθεσμίας.
- Ύπαρξη σαφών διατάξεων και όρων που να επιτάσσουν την ακεραιότητα των επενδυτικών πράξεων της οντότητας, καθώς και όλων των πληροφοριών που δημοσιεύει.

Με βάση τις παραπάνω γενικές αρχές αλλά και τα πρότυπα που έχουν διατυπωθεί από άλλους οργανισμούς (όπως π.χ. ο ΟΟΣΑ, η Παγκόσμια Τράπεζα και άλλες πολυμερείς αναπτυξιακές τράπεζες), οι καλές πρακτικές που θα περιλαμβάνει ο κώδικας σχεδιάζεται να επικεντρωθούν σε ζητήματα διακυβέρνησης, θεσμικών διευθετήσεων και διαφάνειας: Αφενός, η ανάπτυξη σαφών δομών διακυβέρνησης αναμένεται να ενισχύσει τη λογοδοσία και να προωθήσει μια πειθαρχημένη και σταθερή επενδυτική πολιτική, που μειώνει τους δημοσιονομικούς κινδύνους και αυξάνει τη σταθερότητα. Αφετέρου, η διαφάνεια συμβάλλει σε μια αποδοτικότερη κατανομή πόρων, διασφαλίζοντας ότι οι αγορές και το κοινό διαθέτουν πληροφόρηση ώστε να αναγνωρίζουν τυχόν κινδύνους και να αξιολογούν καλύτερα την επενδυτική συμπεριφορά των SWFs. Παράλληλα, ο καθορισμός ενός προτύπου για την πληροφόρηση η οποία είναι αναγκαίο να δημοσιοποιείται, αναμένεται να μειώσει τις διαφορές μεταξύ των SWFs ως προς το επίπεδο διαφάνειας που τα χαρακτηρίζει, περιορίζοντας την αβεβαιότητα και, ενδεχομένως, την αστάθεια στις αγορές.¹²⁰

Ωστόσο, όπως τονίζεται στο πρόγραμμα, ένα σημαντικό τμήμα της προσπάθειας θα αφορά ακριβώς στον καθορισμό του επιπέδου διαφάνειας των SWFs που είναι κατάλληλο και επιθυμητό, ανάλογα

¹²⁰ IMF 2008a: σσ. 24-6.

με τα ενδιαφέροντα και τις ανάγκες των εκάστοτε αποδεκτών της πληροφορίας (ευρύ κοινό, αγορές, αντισυμβαλλόμενοι, χώρες υποδοχής και ελεγκτικές αρχές). Διακρίνονται δε τρεις κατηγορίες διαφάνειας, ανάλογα με το αν αυτή αφορά α) στους στόχους, β) στην οργανωτική δομή και στις θεσμικές διευθετήσεις ή γ) στο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο (μέγεθος, σύνθεση, αποδόσεις, επίπεδα αναλαμβανόμενου κινδύνου) των SWFs. Η συζήτηση αναμένεται να είναι έντονη, ειδικά ως προς την τρίτη κατηγορία, όπου θα πρέπει να εξευρεθεί η χρυσή τομή ανάμεσα στην ευαισθησία των αγορών έναντι της πληροφόρησης και στο ελάχιστο επίπεδο δημοσιότητας που είναι αναγκαίο για την εξακρίβωση διακηρυχθέντων επενδυτικών στόχων. Όπως άλλωστε τονίζεται και σε άλλο σημείο του προγράμματος, στη θεωρητική βάση της συζήτησης αυτής βρίσκεται η άποψη ότι η διάδοση της πληροφόρησης χρειάζεται να γίνεται επιλεκτικά, καθώς επιβεβαιώνεται από εμπειρικά δεδομένα ότι, στην διάρκεια κρίσεων, η αποκάλυψη περισσότερων στοιχείων για τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν κάποιοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί μπορεί να αυξήσει τις κερδοσκοπικές επιθέσεις και να δυσχεράνει τη διαχείριση του προβλήματος.¹²¹

Η διαμόρφωση ενός κώδικα καλών πρακτικών για τα SWFs προσδοκάται από το ΔΝΤ ότι, πέρα από τα οφέλη που θα προσκομίσει για τη σταθερότητα του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος, θα επιτρέψει και στις χώρες προέλευσης των ταμείων να ενδυναμώσουν το εσωτερικό θεσμικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία τους, διασφαλίζοντας καλύτερα την επίτευξη των στόχων που έχουν τεθεί από αυτά αλλά και βοηθώντας τη μείωση εν δυνάμει κινδύνων κακοδιαχείρισης. Παράλληλα, ένας τέτοιος κώδικας θα ενισχύσει την κατανόηση των αγορών και του κοινού (ιδιαίτερα των χωρών υποδοχής των επενδύσεων) σχετικά με τα SWFs, ενώ η τήρηση του θα αυξήσει την αποδοχή της δραστηριότητας των ταμείων από τη διεθνή κοινότητα, συμβάλλοντας στη διατήρηση ενός ανοικτού επενδυτικού περιβάλλοντος.¹²²

Για τους παραπάνω λόγους, η ενεργός συμμετοχή των SWFs και των χωρών προέλευσής τους στο σχεδιασμό του κώδικα έχει κριθεί ως κομβικής σημασίας από το ΔΝΤ. Με σκοπό τη διασφάλισή της ήδη έχει συσταθεί υπό την αιγίδα του Ταμείου (το οποίο και της παρέχει γραμματειακή και τεχνική υποστήριξη) μια Διεθνής Ομάδα Έργου, η οποία συγκροτείται από εκπροσώπους 25 κ-μ του ΔΝΤ από τα οποία προέρχονται τα σημαντικότερα SWFs, εκπροσώπους των ιδίων των ταμείων, χωρών υποδοχής τους, της ΕΕ και του ΟΟΣΑ, ενώ θα προεδρεύεται από κοινού από των εκπρόσωπο της Abu Dhabi Investment Authority και το διευθυντή της μονάδας κεφαλαιαγορών του ΔΝΤ. Η Ομάδα

¹²¹ IMF 2008a: σσ. 16-7 και 26. Για το ρόλο της διαφάνειας ως προς την επιδείνωση χρηματοπιστωτικών κρίσεων βλ. επίσης, Hildebrand 2007: σ. 11.

¹²² IMF 2008a: σ. 24.

συνεδρίασε για πρώτη φορά μεταξύ 30/4 και 1/5/2008 στην Ουάσιγκτον και θα αναλάβει να συντάξει το σχέδιο του κώδικα τους επόμενους μήνες, ξεκινώντας τις εργασίες της από την καταγραφή των υφιστάμενων χαρακτηριστικών και πρακτικών των SWFs σε μια σειρά από τομείς όπως: α) το νομικό και ρυθμιστικό τους πλαίσιο, β) ο ρόλος, οι αρμοδιότητες και οι σκοποί τους, γ) οι κανόνες χρηματοδότησης και απόσυρσης, η δημοσιονομική τους μεταχείριση και οι μη επενδυτικές λειτουργίες τους, δ) η διοικητική διάρθρωση, ε) η λογοδοσία, στ) η επενδυτική πολιτική, ζ) οι πρακτικές διαχείρισης κινδύνου, η) η υπαγωγή των κεφαλαίων τους σε υφιστάμενες στατιστικές μετρήσεις και θ) η πρακτικές δημοσιοποίησης πληροφοριών που εφαρμόζουν. Η καταγραφή αυτή θα αποτελέσει τη βάση συζήτησης για την επιλογή βέλτιστων πρακτικών, που θα αντληθούν τόσο από τις ήδη εφαρμοζόμενες από τα SWFs μεθόδους, όσο και από τις υπάρχουσες κατευθυντήριες αρχές του ΔΝΤ και άλλων οργανισμών που προαναφέρθηκαν και ούτως ή άλλως χαίρουν ευρύτερης αποδοχής.¹²³

9.4. Η συμβολή του ΟΟΣΑ

Στις 4 Απριλίου του 2008 δημοσιεύθηκε έκθεση της Επιτροπής Επενδύσεων του ΟΟΣΑ, η οποία αποτελεί και μια πρώτη ολοκληρωμένη απάντηση του οργανισμού στην πρόσκληση των G7 για εντοπισμό βέλτιστων πρακτικών όσον αφορά το θεσμικό πλαίσιο υποδοχής των επενδύσεων των SWFs από τις λήπτριες χώρες.¹²⁴ Ένας τέτοιο κώδικας δεοντολογίας, όπως επισημαίνεται στην έκθεση, οφείλει να στηριχθεί στο ήδη υπάρχον κεκτημένο του ΟΟΣΑ σχετικά με τη ρύθμιση των διεθνών επενδύσεων και στις βασικές αρχές που ενσωματώνονται σε αυτό (της μη διάκρισης, της διαφάνειας, της σταδιακής αλλά και μονομερούς απελευθέρωσης και της μη επιβολής νέων περιορισμών, τις οποίες παρουσιάσαμε αναλυτικά ανωτέρω). Η προσπάθεια για την κατάρτισή του εντάχθηκε, άλλωστε, στο ευρύτερο πρόγραμμα εργασιών που είχε ξεκινήσει η Επιτροπή Επενδύσεων ήδη από της αρχές του 2006 υπό το γενικό τίτλο «Ελευθερία των Επενδύσεων, Εθνική Ασφάλεια και Στρατηγικοί Τομείς», με σκοπό την χαρτογράφηση και συνεχή παρακολούθηση των ρυθμιστικών πρακτικών που εφαρμόζουν τόσο τα μέλη του ΟΟΣΑ, όσο και ένα αριθμός περίπου 15 άλλων χωρών που συμμετέχουν εθελοντικά στο πρόγραμμα (π.χ. Ρωσία, Κίνα, Βραζιλία, Ινδία, Ν. Αφρική κ.α.) έναντι των ΑΞΕ που κατευθύνονται σε θεωρούμενους ως ευαίσθητους από άποψη εθνικής ασφάλειας τομείς. Διακηρυγμένη επιδίωξη του προγράμματος είναι η συμβολή στη διατήρηση ενός όσο γίνεται πιο διαφανούς και ανοικτού διεθνούς επενδυτικού περιβάλλοντος και η

¹²³ IMF 2008a: σ. 26 και IMF 2008d.

¹²⁴ OECD 2008.

αποφυγή περιττών ρυθμιστικών φραγμών μέσω της διαρκούς διαβούλευσης και ανταλλαγής εμπειριών των συμμετεχόντων.¹²⁵

Στο πλαίσιο αυτό έχει ήδη συμφωνηθεί μια σειρά θεμελιωδών αρχών βάσει των οποίων οι συμμετέχουσες κυβερνήσεις θα πρέπει να σχεδιάζουν και να εφαρμόζουν μέτρα για την προστασία της εθνικής τους ασφάλειας και άλλων ζωτικών τους συμφερόντων σε σχέση με τις ΑΞΕ, και οι οποίες θα πρέπει να εφαρμόζονται και στην ειδικότερη περίπτωση των SWFs.¹²⁶ Αυτές, αναλυτικότερα, είναι οι ακόλουθες:¹²⁷

- Μη διάκριση: Οι κυβερνήσεις θα πρέπει να λαμβάνουν μέτρα γενικής εφαρμογής, που θα επιφυλάσσουν την ίδια μεταχείριση στους διαφόρους επενδυτές, υπό παρόμοιες συνθήκες. Στις περιπτώσεις δε όπου τα γενικά μέτρα θεωρούνται ανεπαρκή για την προστασία της εθνικής ασφάλειας, τα όποια επιπλέον ειδικά μέτρα οφείλουν να λαμβάνονται ad hoc και με βάση τις ιδιαίτερες συνθήκες που τα δικαιολογούν.
- Διαφάνεια / προβλεψιμότητα: Η σκοπιμότητα και το περιεχόμενο των κανονιστικών ρυθμίσεων οφείλουν να είναι όσο το δυνατό πιο διαφανή, ώστε να εξασφαλίζεται η προβλεψιμότητα των αποτελεσμάτων για τους υποψήφιους επενδυτές, τηρουμένης, ωστόσο, της απαραίτητης εχεμύθειας ως προς τη διαχείριση ευαίσθητων πληροφοριών. Ως μέσα για την επίτευξη του σκοπού αυτού απαριθμούνται:
 - ο Η κωδικοποίηση και δημοσίευση σε εύκολα προσβάσιμη στο κοινό μορφή όλων των ρυθμίσεων και ειδικότερα των κριτηρίων αξιολόγησης που εφαρμόζονται σε ελέγχους.
 - ο Η προηγούμενη γνωστοποίηση σε κάθε ενδιαφερόμενο τυχόν σχεδιαζόμενων μεταβολών της πολιτικής επενδύσεων.
 - ο Η διαβούλευση με τους ενδιαφερόμενους φορείς στην περίπτωση που σχεδιάζονται τέτοιες αλλαγές.

¹²⁵ Για μια συνολική θεώρηση των στόχων αλλά και των πορισμών του εν λόγω προγράμματος, βλ. επίσης, OECD 2007b: σσ. 54-63.

¹²⁶ Άλλωστε, σε ό,τι αφορά επενδύσεις προερχόμενες από κρατικούς φορείς (όπως στην περίπτωση των SWFs) είναι σημαντικό να σημειώσουμε ότι, σύμφωνα με τα πορίσματα του προγράμματος, λίγοι από τους συμμετέχοντες σε αυτό εφαρμόζουν καταστατικά διατυπωμένες διακρίσεις σε βάρος τέτοιων επενδύσεων. Ωστόσο, σε πλείστες περιπτώσεις προβλέπεται ότι οι αρχές που εμπλέκονται στον έλεγχο υποψηφίων ΑΞΕ εφαρμόζουν (ή δύνανται να εφαρμόζουν) πιο αυστηρές διαδικασίες εξέτασης όταν πρόκειται για επενδυτές υπό ξένο κρατικό έλεγχο (OECD 2007b: σ. 60 και OECD 2008: σ. 4).

¹²⁷ OECD 2008: Box 2 (σ. 5).

- ο Η ευθυδικία και προβλεψιμότητα στις διαδικασίες ελέγχου των επενδύσεων, μέσω της τήρησης αυστηρών προθεσμιών για την ολοκλήρωσή τους αλλά και της προστασίας εμπορικά ευαίσθητων πληροφοριών που αφορούν στους επενδυτές.
- ο Η δημοσιοποίηση των κυβερνητικών πράξεων που αφορούν στην επενδυτική πολιτική (π.χ. μέσω τακτικών ανακοινώσεων στον τύπο, ετήσιων εκθέσεων ή αναφορών στο κοινοβούλιο), λαμβανομένης, ωστόσο, πρόνοιας για μη αποκάλυψη ευαίσθητων πληροφοριών.
- Η κανονιστική αναλογικότητα: Οι περιορισμοί στις επενδύσεις οφείλουν να μην είναι πιο αυστηροί απ' όσο χρειάζεται για την επίτευξη των στόχων που έχουν τεθεί (εν προκειμένω της προστασίας της εθνικής ασφάλειας) αλλά και να μην επικαλύπτουν προϋπάρχοντα μέτρα ή κανόνες. Για το σκοπό αυτό:
 - ο Ενώ αναγνωρίζεται ότι κάθε κράτος έχει το δικαίωμα να είναι τελικός κριτής των μέτρων που θεωρεί αναγκαία για την ασφάλειά του, οι κυβερνήσεις παροτρύνονται να χρησιμοποιούν αυστηρές τεχνικές αξιολόγησης κινδύνου, προσαρμοσμένες στις εκάστοτε συνθήκες και να καθιστούν όσο γίνεται σαφέστερη τη σύνδεση ανάμεσα στα περιοριστικά μέτρα που λαμβάνουν και στους κινδύνους στους οποίους αυτά απαντούν.
 - ο Οι περιορισμοί στις επενδύσεις οφείλουν να έχουν περιορισμένο εύρος και να εστιάζουν σε συγκεκριμένες απειλές για την εθνική ασφάλεια.
 - ο Θα πρέπει να γίνεται χρήση κατάλληλης τεχνογνωσίας σχετικά τόσο με την εκτίμηση των απειλών για την εθνική ασφάλεια, όσο και με την αντιστάθμιση του κόστους των περιορισμών σε σχέση με τα οφέλη από ένα ανοικτό καθεστώς επενδύσεων.
 - ο Οι περιοριστικές αντιδράσεις θα πρέπει να είναι σχεδιασμένες ειδικά για την αντιμετώπιση του συγκεκριμένου κινδύνου που συνεπάγεται μια ορισμένη επένδυση. Τέτοιες αντιδράσεις μπορούν να περιλαμβάνουν π.χ. διαπραγμάτευση συμφωνιών για τον περιορισμό πιθανών κινδύνων αλλά να μη φτάνουν απαραίτητα στον αποκλεισμό μιας επένδυσης.
 - ο Τα περιοριστικά μέτρα θα πρέπει να αποτελούν ύστατη λύση, όταν άλλες πολιτικές (π.χ. τομεακοί κανονισμοί αδειοδότησης, πολιτική ανταγωνισμού, ρυθμιστικοί κανόνες των κεφαλαιαγορών κτλ) αδυνατούν να αντιμετωπίσουν ανησυχίες σχετιζόμενες με την εθνική ασφάλεια.

- Λογοδοσία: Οι κυβερνήσεις οφείλουν να διασφαλίζουν την ύπαρξη διαδικασιών ελέγχου της νομιμότητας των περιοριστικών μέτρων που τυχόν λαμβάνουν, καθώς και λογοδοσίας των αρχών που εκτελούν τις αποφάσεις αυτές. Ως τέτοιες διαδικασίες αναφέρονται ο κοινοβουλευτικός και δικαστικός έλεγχος αλλά και οι τακτικές αξιολογήσεις του αντικτύπου των κανονιστικών ρυθμίσεων.

Κλείνοντας, η έκθεση της 4^{ης} Απριλίου επισημαίνει τη συμπληρωματικότητα των εργασιών στο πλαίσιο του ΟΟΣΑ με τις πρωτοβουλίες του ΔΝΤ σε σχέση με τα SWFs, υποδεικνύοντας μάλιστα τη συνάφεια που έχουν αυτές με τα υφιστάμενα εθελοντικά πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης και καλής επιχειρηματικής συμπεριφοράς που έχει επεξεργασθεί ο ΟΟΣΑ στο παρελθόν, και τα οποία περιλαμβάνονται στις κατευθυντήριες γραμμές που έχει εκδώσει για τη διαχείριση των ασφαλιστικών ταμείων, για την εταιρική διακυβέρνηση των επιχειρήσεων κρατικής ιδιοκτησίας και για τις πολυεθνικές επιχειρήσεις. Τέλος, επισημαίνεται ότι το έργο της Επιτροπής Επενδύσεων αναμένεται να ολοκληρωθεί στα μέσα του 2009, λαμβάνοντας τη μορφή ενός καταλόγου βέλτιστων πρακτικών αλλά και ενδεχόμενων προτάσεων για αναθεώρηση ή διασαφήνιση των υφιστάμενων οργάνων επενδυτικής πολιτικής του ΟΟΣΑ.¹²⁸

¹²⁸ OECD 2008: σ. 6.

10. Απελευθέρωση ή προστατευτισμός; Ο δυισμός της στάσης των ανεπτυγμένων έναντι των αναδυόμενων οικονομιών – Επίλογος και συμπεράσματα.

Επιχειρώντας την εξαγωγή κάποιων πιο συνολικών συμπερασμάτων από την ανάλυση που προηγήθηκε, μπορούμε να σταθούμε σε δύο αλληλένδετα ζητήματα: Αφενός στα χαρακτηριστικά της παγκόσμιας οικονομίας που αποκαλύπτονται από τη γένεση και λειτουργία των SWFs και, αφετέρου, στην καμπή που αυτά φαίνεται ότι σηματοδοτούν στις σχέσεις μεταξύ ανεπτυγμένου και αναπτυσσόμενου κόσμου.

Όπως είδαμε, η ίδρυση και λειτουργία των SWFs είναι στέρεα θεμελιωμένη στην οικονομική λογική. Αυτή επιτάσσει την επένδυση με εξωτερικό προσανατολισμό των πλεοναζόντων κεφαλαίων που συσσωρεύουν κάποιες οικονομίες από τα κέρδη των εξαγωγών είτε πρώτων υλών είτε μεταποιημένων προϊόντων, στο βαθμό που η απορρόφησή τους στο εσωτερικό παρουσιάζει σημαντικές παρενέργειες αλλά και που οι φυσικοί πόροι ή τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα των χωρών αυτών έχουν περιορισμένο χρονικό ορίζοντα. Υπό την έννοια αυτή, ο ρόλος των SWFs είναι πολλαπλά εποικοδομητικός και, μάλιστα, για τον επιπλέον λόγο ότι αποτελούν μια πηγή ρευστότητας για άλλες οικονομίες ή τομείς που αντιμετωπίζουν πιστωτική στενότητα, συντελώντας έτσι στη βελτιστοποίηση της παγκόσμιας κατανομής πόρων. Ωστόσο, ο πολλαπλασιασμός του αριθμού αλλά και του όγκου τους, που σημειώθηκε τα τελευταία χρόνια αλλά και αναμένεται να συνεχισθεί με ανάλογους ρυθμούς αν δεν υπάρξουν δραματικές ανατροπές, αντανakλά ευθέως την επιδείνωση των παγκόσμιων ανισορροπιών. Αυτές, σύμφωνα με τα πορίσματα των περισσότερων αναλυτών, αποτελούν παρενέργεια της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας, που, έχοντας οδηγήσει σε μια άνευ προηγουμένου επιτάχυνση και διόγκωση των διασυννοριακών ροών κεφαλαίου, επιτρέπει την ολοένα μεγαλύτερη υποκατάσταση της εσωτερικής από την εξωτερική χρηματοδότηση σε πολλές ανεπτυγμένες οικονομίες. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με τη συγκέντρωση του μεγαλύτερου μέρους των ορυκτών ενεργειακών πόρων του πλανήτη αλλά και ενός αυξανόμενου ποσοστού της παγκόσμιας βιομηχανικής παραγωγής σε αναδυόμενες οικονομίες, έχει οδηγήσει σε ένα φαύλο κύκλο αλληλεξάρτησης μεταξύ ανεπτυγμένου και αναπτυσσόμενου κόσμου, με τις χώρες του πρώτου (και κυρίως τις ΗΠΑ) σε ρόλο καταναλωτή της παραγωγής αλλά και των πιστώσεων των χωρών του δεύτερου. Κατά συνέπεια, υπό το πρίσμα αυτό, τα SWFs εμφανίζονται ως σύμπτωμα της παθογένειας που χαρακτηρίζει σήμερα την παγκόσμια οικονομία, όπου τα διογκούμενα εμπορικά πλεονάσματα ενός μικρού αριθμού ταχύτατα αναδυόμενων οικονομιών τροφοδοτούν τα αντίστοιχα

ελλείμματα των ισοζυγίων πληρωμών του ανεπτυγμένου κόσμου. Στο πλαίσιο, μάλιστα, της ραγδαίας αύξησης των τιμών του πετρελαίου αλλά και της προοδευτικής αποδυνάμωσης του αμερικανικού δολαρίου ως παγκόσμιου αποθεματικού νομίσματος, η ανάπτυξη των SWFs φαίνεται ότι θα είναι ένας επιπλέον (αν και όχι καθοριστικός) παράγων επηρεασμού των παγκόσμιων ανισορροπιών. Η επίδραση αυτή μπορεί, όπως είδαμε, να είναι τόσο ενισχυτική (μέσω της περεταίρω αύξησης των κερδών των αναδυόμενων οικονομιών), όσο και διορθωτική (μέσω της πιθανής απομάκρυνσης των επενδύσεων από το δολάριο και της συνακόλουθης μείωσης του ελλείμματος του ισοζυγίου πληρωμών των ΗΠΑ), χωρίς να είναι ακόμα βέβαιο προς τα πού θα γύρει περισσότερο η συμβολή της.

Η διαπίστωση μιας τέτοιας κατάστασης μας φέρνει αυτομάτως στο δεύτερο από τα ζητήματα που θίξαμε: Όπως έχει επισημανθεί από πολλές πλευρές, τόσο ο προβληματισμός όσο και οι αντιδράσεις που έχουν προκληθεί στη Δύση σχετικά με τη μεγέθυνση των SWFs αλλά και τις επενδυτικές τους κινήσεις, δεν αντανakλούν απτές και άμεσες απειλές (στο βαθμό, τουλάχιστον, που η μέχρι σήμερα επενδυτική συμπεριφορά των σχημάτων αυτών δεν τις επιβεβαιώνει) αλλά μάλλον την αγωνία που γεννά η αίσθηση για μια επερχόμενη, ευρύτερη μεταβολή στην παγκόσμια ισορροπία οικονομικής (και συνακόλουθα πολιτικής) ισχύος. Αίσθηση, που εντείνεται ακόμα περισσότερο – όπως θελήσαμε να δείξουμε – στο βαθμό που οι κεφαλαιακές ροές από τον αναπτυσσόμενο προς τον ανεπτυγμένο κόσμο παύουν να έχουν απλώς το χαρακτήρα είτε δανεισμού (ιδίως μέσω της αγοράς του δημοσίου χρέους της Δύσης) είτε παθητικών τοποθετήσεων χαρτοφυλακίου, αλλά σταδιακά στρέφονται σε πιο επιθετικές, άμεσες επενδύσεις. Βέβαια, η παρατήρηση αυτή δεν πρέπει να μας παρασύρει στο βιαστικό συμπέρασμα ότι κάποια ραγδαία ανατροπή βρίσκεται επί θύρας. Οι δομές της οικονομικής και πολιτικής ισχύος της Δύσης, αν και όχι ακλόνητες, είναι στέρεα θεμελιωμένες σε αιώνες κυριαρχίας επί των παγκόσμιων εξελίξεων, ενώ το προβάδισμά της στον τεχνολογικό και στρατιωτικό τομέα δεν αφήνει περιθώρια για αιφνιδιαστικές και μεγάλης κλίμακας ανακατανομές ισχύος. Ωστόσο, η προϊούσα διάβρωση της δυτικής οικονομικής πρωτοκαθεδρίας είναι αναντίρρητο γεγονός τις τελευταίες δεκαετίες: Σηματοδοτήθηκε από την αποτυχία των ΗΠΑ να διαδραματίσουν το ρόλο της σταθεροποιητικής για το διεθνές οικονομικό σύστημα ηγεμονεύουσας δύναμης (με αποτέλεσμα την κατάρρευση των διευθετήσεων του Bretton Woods στη δεκαετία του 1970 και τη συνεχιζόμενη έκτοτε απορρύθμιση), ενώ σήμερα αντικατοπτρίζεται ξεκάθαρα στο δυναμισμό των αναδυόμενων οικονομιών και ιδιαίτερα εκείνων (όπως η Ρωσία, η Κίνα και Ινδία) που

αναπτύχθηκαν, ως επί το πλείστον, έξω από τις δυτικές δομές οικονομικής αλλά και αμυντικής συνεργασίας.

Οι οικονομίες αυτές εκμεταλλεύτηκαν, πάντως, άριστα τις ευκαιρίες που προσέφερε για την ανάπτυξή τους η παγκοσμιοποίηση. Τούτο, παρόλο που η τελευταία μπορεί, εν μέρει τουλάχιστον, να ερμηνευθεί αποτελεσματικά και ως συνειδητή προσπάθεια των κυρίαρχων μεταπολεμικά δυνάμεων της Δύσης να υπαγάγουν όσο το δυνατό μεγαλύτερο τμήμα του κόσμου στις ελεγχόμενες από τις ίδιες δομές διεθνούς οικονομικής οργάνωσης, με κύριο όχημα το άνοιγμα των αγορών, τον ελεύθερο ανταγωνισμό και την άρση των περιορισμών στις διεθνείς εμπορικές και επενδυτικές ροές. Είναι περιττό να συμπληρώσουμε ότι το άνοιγμα αυτό ήταν και είναι σε μεγάλο βαθμό μονόπλευρο και σχεδιασμένο για να εξυπηρετήσει πρωτίστως τα συμφέροντα των δυνάμεων αυτών για οικονομική διείσδυση και κυριαρχία.¹²⁹

Δεν είναι, άλλωστε, τυχαίο ότι η απελευθέρωση των διεθνών συναλλαγών αποτελεί πάγιο αίτημα των εκάστοτε κυρίαρχων οικονομικά δυνάμεων, που αισθάνονται ότι διαθέτουν το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για να εκμεταλλευθούν την ελευθερία προς όφελός τους. Ούτε, βέβαια, εκπλήσσει το γεγονός ότι το αίτημα αυτό διαχρονικά προβάλλεται καλυπτόμενο πίσω από το ιδεολόγημα της αρμονίας των συμφερόντων όλων των εμπλεκόμενων πλευρών. Το δόγμα αυτό, όπως σχολιάζει ο Edward H. Carr, ανέκαθεν αποτελούσε *«ένα ιδιοφυές ηθικό επιχείρημα επικαλούμενο, με πλήρη σοβαρότητα, από τις προνομιούχες ομάδες προκειμένου να δικαιολογήσουν αλλά και να διατηρήσουν την κυρίαρχη θέση τους»*. Στο βαθμό δε – προσθέτει ο ίδιος – που η υπεροχή αυτών των ομάδων είναι συντριπτική, κατά μια έννοια τα συμφέροντά τους όντως τείνουν να ταυτιστούν με αυτά της ευρύτερης κοινότητας όπου ανήκουν, καθώς η ευημερία τους αναγκαία συνεπάγεται ως ένα βαθμό και την ευημερία των υπολοίπων μελών, ενώ η πτώση τους μπορεί να συμπαρασύρει και τους υπόλοιπους. Στην περίπτωση λοιπόν αυτή – καταλήγει ο Carr – η υποτιθέμενη φυσική αρμονία των συμφερόντων υλοποιείται, προσφέροντας *«ένα έξοχο παράδειγμα του μακιαβελικού αποφθέγματος ότι η ηθική αποτελεί παράγωγο της ισχύος»*.¹³⁰ Αξίζει δε να σημειώσουμε ότι ο ιδιοφυής αυτός αναλυτής

¹²⁹ Αποτελεί, άλλωστε, βασική υπόθεση εργασίας μιας εκ των κυριοτέρων θεωριών της Διεθνούς Πολιτικής Οικονομίας, αυτής περί ηγεμονικής σταθερότητας, ότι λόγω των εγγενών συγκρούσεων συμφερόντων που ενυπάρχουν σε κάθε διεθνές οικονομικό σύστημα, για να καταστεί αυτό λειτουργικό χρήζει ηγεσίας από ένα κράτος ή μια ομάδα κρατών που έχει συμφέρον αλλά και ισχύ να διατηρήσει το σύστημα, ενώ δεν προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι σε γενικές γραμμές οι κανόνες που ρυθμίζουν το σύστημα εκφράζουν τα συμφέροντα του εκάστοτε ηγέτη. Ιστορικά το ρόλο του ηγέτη αναλαμβάνει μια κυρίαρχη οικονομική και στρατιωτική δύναμη, όπως η Βρετανία το 19^ο αι. και οι ΗΠΑ μετά το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο - βλ. ενδεικτικά, Gilpin 2003: σ. 298.

¹³⁰ E. H. Carr, *The Twenty Years' Crisis: 1919 – 1939*, Papermac, Λονδίνο, 1995 (3^η έκδοση), σ. 75 κ.ε.

των διεθνών σχέσεων κατέγραψε τις παραπάνω σκέψεις στην εποχή του μεσοπολέμου, όταν η βρετανική αυτοκρατορία είχε πλέον χάσει από καιρό τον ηγεμονικό ρόλο της στο διεθνές σύστημα και όταν το δόγμα του οικονομικού φιλελευθερισμού, που με επιτυχία προωθούσε για περισσότερο από ένα αιώνα, είχε ήδη δώσει τη θέση του σε ένα εντεινόμενο και επιθετικό οικονομικό εθνικισμό.

Θα ήταν, βέβαια, υπερβολή να ισχυρισθούμε ότι σήμερα βρισκόμαστε σε μια κατάσταση παρόμοια με αυτή του μεσοπολέμου, καθώς η σημερινή αλληλεξάρτηση των οικονομιών λόγω της παγκοσμιοποίησης είναι πολύ μεγαλύτερη, κάτι, άλλωστε, ορατό και στο φαινόμενο των παγκόσμιων ανισορροπιών που τηλεγραφικά παρουσιάσαμε προηγουμένως. Ωστόσο, εάν δεχτούμε ότι και σήμερα φαίνεται να μην υπάρχει πια μια ηγεμονική δύναμη ή ομάδα που να μπορεί να εγγυηθεί με αποτελεσματικό τρόπο τη συνοχή και σταθερότητα του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος, μπορούμε σχετικά εύκολα να ερμηνεύσουμε τις αυξανόμενες τάσεις προστατευτισμού, που, όπως είδαμε, αντανakλώνται και στις αντιδράσεις έναντι των SWFs. Οι αρχές της απελευθέρωσης των εμπορικών και επενδυτικών ροών που ενσωματώθηκαν σε όλες τις προσπάθειες διεθνούς οικονομικής συνεργασίας και ρύθμισης (π.χ. στο πλαίσιο του ΟΟΣΑ, της GATT και αργότερα του ΠΟΕ) και ομολογουμένως λειτούργησαν με θεαματικά αποτελέσματα για όσο εξέφραζαν ένα ισχυρό συνασπισμό συμφερόντων υπό την αποτελεσματική ηγεσία των ΗΠΑ, φαίνεται ότι σήμερα, παρά την περί του αντιθέτου συνεχιζόμενη ρητορεία, δεν εξασφαλίζουν με την ίδια ευκολία τη συναίνεση των συμμετεχόντων στο διεθνές οικονομικό σύστημα. Γεγονός που σήμερα απεικονίζεται και στην πραγματικότητα ότι η απελευθέρωση των συναλλαγών προωθείται πλέον περισσότερο διμερώς και περιφερειακά (μέσω μιας ανταγωνιστικής απορρύθμισης), παρά στο πλαίσιο πολυμερών διαπραγματεύσεων. Επιπλέον, οι παραδοσιακοί ρόλοι δείχνουν να αντιστρέφονται σταδιακά: Οι αναδυόμενες οικονομικές δυνάμεις, έχοντας εκμεταλλευθεί επιτυχώς τις ευκαιρίες που τους προσέφερε η παγκοσμιοποίηση αλλά και εξακολουθώντας ευφυώς να εφαρμόζουν τη συνταγή των εκάστοτε κυριάρχων για προστασία των δικών τους οικονομιών από ξένη διείσδυση, φαίνονται σήμερα έτοιμες να δρέψουν τους καρπούς του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος που έχουν αποκτήσει, επιδιώκοντας το άνοιγμα άλλων αγορών στις επενδύσεις τους. Από την άλλη πλευρά οι παραδοσιακές βιομηχανικές οικονομίες του ανεπτυγμένου κόσμου, αν και σε ρητορικό επίπεδο συνεχίζουν να προασπίζουν την αναγκαιότητα περεταίρω απελευθέρωσης των αγορών, αντιμετωπίζουν πλέον το ορατό ενδεχόμενο να βρεθούν σε μειονεκτική θέση έναντι των αναδυόμενων ανταγωνιστών τους. Όθεν και η αμφισημία που χαρακτηρίζει τη στάση τους απέναντι στον επενδυτικό δυναμισμό των τελευταίων: Αφενός δεν αισθάνονται πλέον επαρκώς

προστατευμένες έναντι της αυξανόμενης οικονομικής ισχύος των αναδυόμενων οικονομιών, αφετέρου όμως, φοβούνται ότι μια έξαρση του προστατευτισμού που θα προκαλούσαν τυχόν δικές τους αντιδράσεις θα είχε παρενέργειες σε βάρος των επενδυτικών τους εκροών αλλά (κυρίως) της ικανότητάς τους να προσελκύουν ξένες επενδύσεις. Αυτή η τελευταία ικανότητα, άλλωστε, αποτελεί και το σημαντικότερο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα όπου (κυρίως οι ΗΠΑ) στηρίζουν κατά τις τελευταίες δεκαετίες την οικονομική τους μεγέθυνση.

Τα στοιχεία που είδαμε ότι χαρακτηρίζουν την αντιμετώπιση από τις ανεπτυγμένες οικονομίες των SWFs, ως εμβληματικών θα λέγαμε εκπροσώπων του επενδυτικού δυναμισμού των αναδυόμενων, επιβεβαιώνουν το δυισμό αυτό. Η αντιμετώπιση αυτή έχει δυο πτυχές: Πρώτον, αφορά στο ρόλο των SWFs σε σχέση με τη σταθερότητα του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και επικεντρώνεται στις βραχυπρόθεσμες κινήσεις κεφαλαίου, αφού αυτά έχουν κατεξοχήν συμπεριφερθεί μέχρι σήμερα ως επενδυτές χαρτοφυλακίου. Δεύτερον, σχετίζεται με την αυξανόμενη πραγματοποίηση ΑΞΕ εκ μέρους τους, καθώς και από άλλους κρατικά ελεγχόμενους φορείς των αναδυόμενων οικονομιών, και επικεντρώνεται σε ζητήματα προστασίας εθνικών συμφερόντων των χωρών υποδοχής, που τυχόν θίγονται από τις επενδύσεις αυτές. Τόσο στην πρώτη όσο και στη δεύτερη περίπτωση, το πλέγμα των μέτρων που έχουν συζητηθεί αλλά και οι πρωτοβουλίες που βρίσκονται σε εξέλιξη στο πλαίσιο διεθνών οργανισμών επιδιώκουν, φαινομενικά τουλάχιστον, την επίτευξη μιας ισορροπίας ανάμεσα στην ελεύθερη ροή των επενδύσεων, στη σταθερότητα των κεφαλαιαγορών και στην προστασία θεμιτών εθνικών επιδιώξεων. Θεωρούμε όμως ότι ο στόχος αυτός δύσκολα θα επιτευχθεί όσο οι προτεινόμενες λύσεις παραμένουν αποσπασματικές αλλά και αγνοούν υποκριτικά τη σύγκρουση που κρύβεται πίσω από την υποτιθέμενη αρμονία συμφερόντων που εκφράζουν οι αρχές του οικονομικού φιλελευθερισμού, στις οποίες βασίζονται. Πολύ απλά, οι όποιες λύσεις δεν πρόκειται να αποκτήσουν την επιθυμητή για τη λειτουργία τους νομιμοποίηση, όσο οι αρχές που επικαλούνται συνεχίζουν να εφαρμόζονται επιλεκτικά και προς όφελος των ανεπτυγμένων μόνο οικονομιών. Έτσι, δεν είναι π.χ. δυνατό να ζητείται από τα SWFs μεγαλύτερη διαφάνεια και λογοδοσία ως προς τη λειτουργία τους από ό,τι για άλλους επενδυτικούς φορείς εξίσου ή και περισσότερο αδιαφανείς και ανεξέλεγκτους (όπως τα hedge & equity funds), με μόνο το επιχείρημα ότι τα πρώτα είναι κρατικά ενώ οι δεύτεροι είναι ιδιωτικοί οργανισμοί, που αρκεί να ρυθμίζονται από τους νόμους της αγοράς!¹³¹ Χωρίς ένα ενιαίο πλέγμα κανόνων που να ρυθμίζουν τη

¹³¹ Για το επιχείρημα αυτό βλ. Kimmitt 2008: σ. 6. Δεν μπορεί, μάλιστα, παρά να αναρωτηθεί κανείς αν αυτή η επιλεκτικότητα είναι τυχαία, όταν π.χ. σύμφωνα με πρόσφατα στοιχεία του ΔΝΤ (IMF 2007a: σ. 34) το 67% των hedge funds παγκοσμίως εδρεύουν σε ανεπτυγμένες οικονομίες, ενώ η συντριπτική πλειονότητα των SWFs σε αναδυόμενες.

δράση όλων ανεξαιρέτως των επενδυτών, θα ενταθούν απλώς οι τάσεις για κανονιστικό arbitrage, ενώ τίποτα δεν μπορεί να εμποδίσει τα SWFs να στραφούν ακόμα περισσότερο σε πιο επισφαλείς μορφές εναλλακτικών επενδύσεων (π.χ. μέσω των αρρύθμιστων hedge & equity funds) προκειμένου να αποφύγουν τις διακρίσεις που τυχόν θα επιβληθούν στα ίδια, με απρόβλεπτες συνέπειες για τη σταθερότητα των αγορών.¹³² Παράλληλα, όπως ορθά έχει επισημανθεί και στο επίπεδο του ΟΟΣΑ, τα όποια προστατευτικά μέτρα λαμβάνουν τα κράτη έναντι των ΑΞΕ δεν μπορούν να εφαρμόζονται επιλεκτικά έναντι συγκεκριμένων κατηγοριών ή / και ορισμένης προέλευσης επενδυτών, χωρίς να πυροδοτήσουν αντίποινα. Για παράδειγμα, η ασυνέπεια γίνεται εξόφθαλμη όταν είναι ευπρόσδεκτη η τοποθέτηση των SWFs ως παθητικών επενδυτών στις παραπαίουσες λόγω της πιστωτικής κρίσης δυτικές τράπεζες αλλά παραμένει ανεπιθύμητη όταν γίνεται σε άλλους τομείς ή όταν αποσκοπεί στην απόκτηση του ελέγχου δυτικών επιχειρήσεων.¹³³

Συγκεφαλαιώνοντας, μπορούμε να υποστηρίξουμε ότι ο σημερινός ρόλος αλλά κυρίως οι μελλοντικές προοπτικές και προκλήσεις των SWFs είναι ενδεικτικά της καμπής στην οποία βρίσκεται το διεθνές οικονομικό σύστημα. Χωρίς την επίτευξη μιας ευρύτερης συναίνεσης για την επίλυση των έντονων προβλημάτων ρευστότητας και προσαρμογής που αντιμετωπίζει, και τα οποία αντανakλώνται στις διογκούμενες παγκόσμιες ανισορροπίες, δηλ. χωρίς επίλυση του εξόχως πολιτικού ζητήματος σχετικά με το πώς θα κατανεμηθεί το υψηλό κόστος της αποκατάστασης μιας ισορροπίας του ισοζυγίου πληρωμών, οι όποιες λύσεις τυχόν θα επιβληθούν θα είναι αποσπασματικές και ατελέσφορες. Για αυτό, άλλωστε, δεν είναι πλέον λίγες οι φωνές οι οποίες, εν τη απουσία κάποιας ηγεμονικής δύναμης που θα μπορούσε να παίξει αποτελεσματικά το διανεμητικό αυτό ρόλο, καλούν για την οικοδόμηση μιας νέας μορφής παγκόσμιας οικονομικής διακυβέρνησης. Αυτή θα μπορούσε να βασισθεί την πολυμερή συνεργασία, αρχής γενομένης από την προσπάθεια μιας συνολικής επαναρρύθμισης του όγκου και της ταχύτητας των διεθνών συναλλαγών, με σκοπό η χρηματοδότηση να εναπόκειται σε κυρίως εθνικό επίπεδο, κατά τη διάσημη συμβουλή του J. M. Keynes.¹³⁴ Μέλλει να φανεί αν η δυνατότητα για μια τέτοια συνεργασία μπορεί να προκύψει ομαλά ή, όπως συχνά συμβαίνει στην Ιστορία, μετά από μια περίοδο έντασης των εθνικών και περιφερειακών ανταγωνισμών.

¹³² Για τη διαφαινόμενη στροφή των SWFs προς ενδιάμεσους επενδυτές όπως τα hedge funds, βλ. ενδεικτικά, Tett 2008.

¹³³ Για τις αντιδράσεις εκπροσώπων των SWFs στο ενδεχόμενο επιλεκτικής ρύθμισης, βλ. ενδεικτικά, Barber 2008.

¹³⁴ Σχετικά με το ρόλο της επαναρρύθμισης των κεφαλαιακών ροών για τη διόρθωση των παγκόσμιων ανισορροπιών και τη σταθεροποίηση του διεθνούς νομισματικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος, βλ. ενδεικτικά, Rodrik & Subramanian 2008.

11. Βιβλιογραφία.

1. **Almunia, Joaquin (2008)**, “The EU response to the rise of Sovereign Wealth Funds” (ομιλία στο Crans Montana Forum), Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, Speech/08/165, Βρυξέλες, 2 Απριλίου.
2. **Barber, Tony (2008)**, “EU plan for sovereign fund code under fire”, *Financial Times*, 8 Απριλίου.
3. **Brewer, Thomas L. & Young, Stephen (2004)**, *The Multilateral Investment System and Multilateral Enterprises*, Oxford University Press (ανατύπωση από την 1^η έκδοση του 1998), Οξφόρδη.
4. **EC Commission (2003)**: Commission of the European Communities / Directorate-General for Trade, *Singapore Issues: Options post-Cancun*, Note to the 133 Committee, Ref. 514/03 (limited), Βρυξέλες, 30 Οκτωβρίου, <http://www.ictsd.org/ministerial/cancun/docs/EC-Sing-Issues-Post-Cancun.pdf>.
5. **EC Commission (2008)**: Commission of the European Communities, *A common European approach to Sovereign Wealth Funds*, COM(2008) 115 final, Βρυξέλες, 27 Φεβρουαρίου.
6. **ECOFIN (2008)**: Συμβούλιο Οικονομικών και Δημοσιονομικών Υποθέσεων, Ανακοινωθέν τύπου της 2857^{ης} συνόδου, έγγραφο αρ. 7192/08 (Presse 61), Βρυξέλες, 4 Μαρτίου.
7. **Economist (2007a)**: “The world’s most expensive club: China’s investment in Blackstone shows how government investors are flourishing at the heart of the financial system”, *The Economist*, 24 Μαΐου, http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=9230598.
8. **Economist (2007b)**: “Keep your T-bonds, we’ll take the bank: The governments of China and Singapore take stakes in Barclays, giving some clues about how sovereign investors plan to operate”, *The Economist*, 26 Ιουλίου, http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=9549590.
9. **Economist (2007c)**: “Disdashing to the rescue: Citigroup calls on sovereign wealth. It joins a long line of supplicants”, *The Economist*, 29 Νοεμβρίου, http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=10229471.
10. **Economist (2008)**: “Asset-backed insecurity: Wall Street, the flagship of capitalism, has been bailed out by state-backed investors from emerging economies. That has people worried – for good reasons and bad”, *The Economist*, 17 Ιανουαρίου, http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=10533428.

11. **EIA (2007)**: US Department of Energy / Energy Information Administration, *International Energy Outlook 2007*, Ουάσινγκτον DC, Μάιος, [http://www.eia.doe.gov/oiaf/ieo/pdf/0484\(2007\).pdf](http://www.eia.doe.gov/oiaf/ieo/pdf/0484(2007).pdf) .
12. **Ευρωπαϊκό Συμβούλιο (2008)**, *Συμπεράσματα της Προεδρίας*, έγγραφο αρ. 7652/08, Βρυξέλλες, 13-4 Μαρτίου.
13. **Fleming, Stewart (2008)**, “Will sovereign funds reign over EU?”, *European Voice*, 7 Φεβρουαρίου, <http://www.europeanvoice.com/archive/article.asp?id=29798> .
14. **Friedman, George (2007)**, “China and the Arabian Peninsula as Market Stabilizers”, *The Market Oracle* (free on-line publication), 14 Δεκεμβρίου, <http://www.marketoracle.co.uk/Article3086.html>.
15. **Gilpin, Robert (2003)**, *Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία: Η Διεθνής Οικονομική Τάξη*, (μετάφραση: Η. Στροίκου, επιμέλεια: Η. Κουσκουβέλης, Α. Μαστρογιάννης), εκδ. Ποιότητα, Αθήνα.
16. **Gordon, Michael (2007a)**, “Think of SWFs as a source of stability in unstable times”, *Financial Times*, 6 Νοεμβρίου.
17. **Gordon, Michael (2007b)**, “Ignore the murk and myths on sovereign funds”, *Financial Times*, 17 Δεκεμβρίου.
18. **Gräf, Bernhard (2007)**, *US current account deficit: No reason to panic!*, Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main, 27 Φεβρουαρίου, <http://www.dbresearch.com> .
19. **Helbling, Thomas & Blackman, Valerie Mercer (2008)**, “Commodity Price Moves and the Global Economic Slowdown”, *IMF Survey Online Magazine*, 20 Μαρτίου, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/RES032008A.htm> .
20. **Hildebrand, Philipp (2007)**, “The Challenge of Sovereign Wealth Funds” (διάλεξη), *International Center for Monetary and Banking Studies*, Γενεύη, 18 Δεκεμβρίου.
21. **Hufschmid, Jörg (2006)**, *Πολιτική Οικονομία των Χρηματιστηριακών Αγορών και Εναλλακτικές Στρατηγικές*, (μετάφραση: Γ. Παυλόπουλος), εκδ. Καστανιώτη, Αθήνα.
22. **IEA / OECD (2007)**: International Energy Agency / OECD, *World Economic Outlook 2007: China and India Insights*, Executive Summary, Παρίσι, Νοέμβριος, <http://www.iea.org/Textbase/npsum/WEO2007SUM.pdf> .
23. **IFSL (2008)**: International Financial Services London, *Sovereign Wealth Funds 2008*, IFSL Research, Απρίλιος, <http://www.ifsl.org.uk/research> .
24. **IMF (1993)**: International Monetary Fund, *Balance of Payments Manual V*, 5^η έκδοση, Ουάσινγκτον DC, <http://www.imf.org> .

25. **IMF (2007a)**: International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report: Financial Market Turbulence - Causes, Consequences, and Policies*, Ουάσιγκτον DC, Οκτώβριος, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2007/02/pdf/text.pdf> .
26. **IMF (2007b)**: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, Ουάσιγκτον DC, Οκτώβριος, <http://www.imf.org> .
27. **IMF (2008a)**: International Monetary Fund, *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda Prepared by the Monetary & Capital Markets and Policy Development & Review Departments*, Ουάσιγκτον DC, 29 Φεβρουαρίου, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf> .
28. **IMF (2008b)**: International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, Ουάσιγκτον DC, Απρίλιος, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/01/pdf/text.pdf> .
29. **IMF (2008c)**: International Monetary Fund, “IMF Executive Board discusses a work agenda on Sovereign Wealth Funds”, Public Information Notice (PIN) No. 08/41, Ουάσιγκτον DC, 1 Απριλίου.
30. **IMF (2008d)**: International Monetary Fund, “International Working Group of Sovereign Wealth Funds is established to facilitate work on voluntary principles”, Press Release No. 08/97, Ουάσιγκτον DC, 1 Μαΐου.
31. **Jen, Stephen L. (2007)**, “Sovereign Wealth Funds: A new and growing class of funds”, *Investment Management Journal*, Issue 2, vol. 3, Morgan Stanley, Δεκέμβριος.
32. **Jen, Stephen & St-Arnaud, Charles (2008)**, “A Petrodollar Tsunami Warning”, *Global Economic Forum*, Morgan Stanley, 22 Φεβρουαρίου, <http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2008/20080222-Fri.html#anchor6053> .
33. **Johnson, Simon (2007)**, “The Rise of Sovereign Wealth Funds”, *Finance & Development*, A quarterly Magazine of the IMF, vol. 44, no. 3, Σεπτέμβριος, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/09/straight.htm> .
34. **Kay, John (2008)**, “Sovereign wealth is a force for stability”, *Financial Times*, 26 Φεβρουαρίου.
35. **Kern, Steffen (2007)**, *Sovereign Wealth Funds - State Investment on the Rise*, Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main, 10 Σεπτεμβρίου, http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000215270.pdf .
36. **Kimmitt, Robert (2007)**, *Keynote US – GCC Investment Forum*, Embassy of the United States in Bahrain, 4 Δεκεμβρίου, <http://bahrain.usembassy.gov/remarks--interviews.html> .
37. **Kimmitt, Robert (2008)**, “Public Footprints in Private Markets – Sovereign Wealth Funds and the World Economy”, *Foreign Affairs*, vol. 87, no 1, Ιανουάριος / Φεβρουάριος.

38. **Κοντογιαννοπούλου, Ευγενία (2000)**, «Το χρονικό των διαπραγματεύσεων για την Πολυμερή Συμφωνία Επενδύσεων» στο Π. Στάγκος & Α. Μπρεδήμας (επιμ.), *Το Νομικό Καθεστώς των Διεθνών Επενδύσεων: Το σχέδιο της Πολυμερούς Συμφωνίας Επενδύσεων*, Ελληνική Εταιρεία Διεθνούς Δικαίου & Διεθνών Σχέσεων, εκδ. Σάκκουλα, Αθήνα – Θεσσαλονίκη, σσ. 1-42.
39. **Κυρκιλής, Δημήτρης (2002)**, *Άμεσες Ξένες Επενδύσεις*, εκδ. Κριτική, Αθήνα.
40. **Larsen, P.T. & Hughes, C. (2008)**, “Sovereign Wealth Funds: The new kids on the block”, *Financial Times*, 23 Ιανουαρίου.
41. **Μελάς, Κώστας (1999)**, *Παγκοσμιοποίηση: Νέα φάση διεθνοποίησης της οικονομίας – μύθοι και πραγματικότητα*, εκδ. Εξάντας, Αθήνα.
42. **Μελάς, Κώστας & Πολλάλης, Γιάννης (2005)**, *Παγκοσμιοποίηση και Πολυεθνικές Επιχειρήσεις*, εκδ. Παπαζήση, Αθήνα.
43. **Min, Loong Tse (2007)**, “Growing Concerns over Sovereign Wealth Funds”, *The Star*, 17 Οκτωβρίου,
<http://biz.thestar.com.my/news/story.asp?file=/2007/10/17/business/19186149&sec=business>.
44. **O’Brien, Robert & Williams, Mark (2004)**, *Global Political Economy: Evolution and Dynamics*, Palgrave Macmillan, Χαμπσάιρ & Ν. Υόρκη.
45. **OECD (1996)**: Organization for Economic Cooperation and Development, *Benchmark definition of Foreign Direct Investment*, 3^η έκδοση, Παρίσι.
46. **OECD (2007a)**: Organization for Economic Cooperation and Development / Directorate for Financial and Enterprise Affairs / Investment Committee, *Sovereign Wealth Funds and the International Investment Landscape*, Information note by the Secretariat, DAF/INV/WD(2007)15/ADD1, Παρίσι, 13 Σεπτεμβρίου.
47. **OECD (2007b)**: Organization for Economic Cooperation and Development, *International Investment Perspectives: Freedom of investment in a changing world: 2007 Edition*, Παρίσι.
48. **OECD (2008)**: Organization for Economic Cooperation and Development, *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*, Report by the Investment Committee, Παρίσι, 4 Απριλίου,
http://www.oecd.org/document/9/0,3343,en_2649_201185_40409737_1_1_1_1,00.html .
49. **Παπανδρέου, Ανδρέας Α. & Σαρτζετάκης, Ευτύχιος Σ. (2002)**, *Βιώσιμη Ανάπτυξη: Οικονομική Επιστήμη και Διεθνές Θεσμικό Πλαίσιο*, Νοέμβριος,
[http://eos.uom.gr/~esartz/teaching/genvecon/SD\(PapSartz\).doc](http://eos.uom.gr/~esartz/teaching/genvecon/SD(PapSartz).doc) .
50. **Park, Donghyun (2007)**, “Beyond Liquidity: New Uses for Developing Asia’s Foreign Exchange Reserves”, *Economics and Research Department Working Paper Series*, no. 109,

Asian Development Bank, Μανίλα, Νοέμβριος,
http://www.adb.org/Documents/ERD/Working_Papers/WP109.pdf .

51. **Portman, Christopher (2008)**, “The economic significance of Sovereign Wealth Funds”, *Economic Outlook*, Oxford Economics, vol. 32, issue 1, Ιανουάριος, σσ. 24-33.
52. **Reisen, Helmut (2008)**, “How to Spend it: Sovereign Wealth Funds and the Wealth of Nations”, *Policy Insights*, no. 59, OECD Development Centre, Φεβρουάριος,
<http://www.oecd.org/dev/insights>.
53. **Rodrik, Dani & Subramanian, Arvind (2008)**, “We must curb international flows of capital”, *Financial Times*, 25 Φεβρουαρίου.
54. **Ρουμελιώτης, Παναγιώτης (2002)**, *Παγκόσμια Διακυβέρνηση ή Ηγεμονική Παγκοσμιοποίηση*, εκδ. Λιβάνη, Αθήνα.
55. **Ρουμελιώτης, Παναγιώτης (2006)**, *Παγκόσμια Οικονομική Διακυβέρνηση*, εκδ. Λιβάνη, Αθήνα.
56. **Santiso, Javier (2008)**, “Sovereign Development Funds”, *Policy Insights*, no. 58, OECD Development Centre, Ιανουάριος, <http://www.oecd.org/dev/insights> .
57. **Sender, Henny (2008)**, “Silence not golden for sovereign funds”, *Financial Times*, 17 Ιανουαρίου.
58. **Σπαθόπουλος, Φώτης (2000)**, «Η Ευρωπαϊκή Κοινότητα και η Πολυμερής Συμφωνία Επενδύσεων» στο Π. Στάγκος & Α. Μπρεδήμας (επιμ.), *Το Νομικό Καθεστώς των Διεθνών Επενδύσεων: Το σχέδιο της Πολυμερούς Συμφωνίας Επενδύσεων*, Ελληνική Εταιρεία Διεθνούς Δικαίου & Διεθνών Σχέσεων, εκδ. Σάκκουλα, Αθήνα – Θεσσαλονίκη, σσ. 111-69.
59. **Στάγκος, Πέτρος (2000)**, «Το Σχέδιο της Πολυμερούς Συμφωνίας Επενδύσεων: Μια ανάγνωση χαρακτηριστικών της διατάξεων, υπό το φως της κριτικής που ασκήθηκε από την κοινωνία των πολιτών» στο Π. Στάγκος & Α. Μπρεδήμας (επιμ.), *Το Νομικό Καθεστώς των Διεθνών Επενδύσεων: Το σχέδιο της Πολυμερούς Συμφωνίας Επενδύσεων*, Ελληνική Εταιρεία Διεθνούς Δικαίου & Διεθνών Σχέσεων, εκδ. Σάκκουλα, Αθήνα – Θεσσαλονίκη, σσ. 81-110.
60. **Στεφάνου, Κ. & Γκόρτσος, Χ. (2006)**, *Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο*, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.
61. **Summers, Lawrence (2007)**, “Funds that shake capitalist logic”, *Financial Times*, 29 Ιουλίου.
62. **Telsik, Lee Hudson (2008)**, *Sovereign Wealth Funds*, Council of Foreign Relations, 18 Ιανουαρίου, <http://www.cfr.org>.
63. **Tett, Gillian (2008)**, “Insight: Western banks face SWF backlash”, *Financial Times*, 7 Φεβρουαρίου.

64. **Truman, Edwin M. (2007)**, “Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability”, *Policy Brief*, no PB07-6, Peterson Institute for International Economics, Ουάσινγκτον DC, Αύγουστος, <http://www.petersoninstitute.org>.
65. **UNCTAD (2006)**: United Nations Conference on Trade and Development, *World Investment Report 2006: FDI from Developing and Transition Economies – Implications for Development*, OHE, Νέα Υόρκη & Γενεύη.
66. **UNCTAD (2007)**: United Nations Conference on Trade and Development, *World Investment Report 2007: Transnational Corporations, Extractive Industries and Development*, OHE, Νέα Υόρκη & Γενεύη.
67. **US Treasury (2006)**, “The Adequacy of Foreign Exchange Reserves”, *Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies*, Appendix 3, Δεκέμβριος, <http://www.treas.gov/offices/international-affairs/economic-exchange-rates/> .
68. **US Treasury (2007a)**, “Sovereign Wealth Funds”, *Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies*, Appendix 3, Ιούνιος, <http://www.treas.gov/offices/international-affairs/economic-exchange-rates/> .
69. **US Treasury (2007b)**, “Sovereign Wealth Funds”, *Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies*, Appendix 2, Δεκέμβριος, <http://www.treas.gov/offices/international-affairs/economic-exchange-rates/> .
70. **WEF (2008)**: World Economic Forum, Συζήτηση στρογγυλής τραπέζης με θέμα “Myths and Realities of Sovereign Wealth Funds”, Νταβός, Ελβετία, 24 Ιανουαρίου, <http://www.weforum.org> .
71. **Wolf, Martin (2007)**, “The brave new world of state capitalism”, *Financial Times*, 16 Οκτωβρίου.
72. **Woolcock, Steve (2003)**, “The Singapore Issues in Cancun: a failed negotiation ploy or a litmus test for global governance?” (προδημοσίευση άρθρου), London School of Economics, <http://www.lse.ac.uk/collections/internationalTradePolicyUnit/pdf/theSingaporeIssuesInCancunRev1.pdf> .

Ιστοσελίδες:

<http://www.imf.org/external/np/res/commmod/chart1.pdf>

http://en.wikipedia.org/wiki/Sovereign_wealth_funds

http://en.wikipedia.org/wiki/Money_supply

http://en.wikipedia.org/wiki/Dutch_disease

<http://www.swfinstitute.org>

<http://www.unctad.org/Templates/Page.asp?intItemID=3146&lang=1>

<http://stats.unctad.org/fdi/ReportFolders/ReportFolders.aspx>

http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2007/full_list/

<http://www.unctad.org/Templates/WebFlyer.asp?intItemID=3241&lang=1>

<http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm080411.htm>

<http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm071019.htm>

12. Παραρτήματα.

(1) Εισροές κεφαλαίων από SWFs και άλλους θεσμικούς επενδυτές σε τράπεζες που επλήγησαν από την κρίση των ενυπόθηκων δανείων στις ΗΠΑ (μέχρι το τέλος Ιανουαρίου 2008).

Date of Announcement	Financial Institutions	Writedown (of financial institution)	SWFs and Other Investor(s)		Amount (percent of total stakes) from SWFs and Other Investor(s)	
			SWFs	Other investor(s)	SWFs	Other investor(s)
Nov. 26, 2007	Citigroup	\$6 billion in 2007:Q3	Abu Dhabi Investment Authority		\$7.5 billion (4.9%)	
Dec. 10, 2007	UBS	\$18 billion in 2007	Government of Singapore Investment Corporation	Unknown Middle Eastern investor	\$9.7 billion (10%)	\$1.8 billion (2%)
Dec. 19, 2007	Morgan Stanley	\$9.4 billion in 2007:Q4	China Investment Corporation		\$5 billion (9.9%)	
Dec. 21, 2007	Merrill Lynch	\$8.4 billion in 2007:Q3	Temasek Holdings	Davis Selected Advisors, L.P.	\$4.4 billion (9.4%)	\$1.2 billion (2.6%)
Jan. 15, 2008	Citigroup	\$18.1 billion in 2007:Q4	Government of Singapore Investment Corporation, Kuwait Investment Authority	Sanford Weill, Saudi Prince Alwaleed bin Talal, Capital Research Global Investors, Capital World Investors, New Jersey Investment Division	\$6.8 billion from Government of Singapore Investment Corporation (3.7%) and \$3 billion from Kuwait Investment Authority (1.6%)	\$2.7 billion (1.5%)
Jan. 15, 2008	Merrill Lynch	\$14.1 billion in 2007:Q4	Korea Investment Corporation, Kuwait Investment Authority	Mizuho Financial Group Inc.	\$2 billion (3.2%) from Korea Investment Corporation and Kuwait Investment Authority, respectively	\$2.6 billion (4.1%)
Feb. 18, 2008	Credit Suisse	\$2.85 billion	Qatar Investment Authority		Approximately \$500 million (1% to 2%); the purchase was on the open market	

Πηγή: IMF 2008b: σ. 21.

(2) Διασυννοριακές συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών με αξία άνω του 1 δις δολαρίων που ολοκληρώθηκαν το 2006 με αγοραστές προερχόμενους από αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση οικονομίες (σκιασμένες είναι οι περιπτώσεις των εταιρειών – στόχων από ανεπτυγμένες οικονομίες).

Αρ.	Βαθμός Κατάταξης	Αξία (δισ \$)	Επιχείρηση - στόχος	Κράτος επιχείρησης - στόχου	Παραγωγικός κλάδος επιχείρησης - στόχου	Αγοράστρια Επιχείρηση	Κράτος προέλευσης αγοραστή	Παραγωγικός κλάδος αγοραστή
1	5	17.2	Inco Ltd	Canada	Ferroalloy ores, except vanadium	Cia Vale do Rio Doce SA	Brazil	Iron ores
2	15	6.9	Peninsular & Oriental Steam	United Kingdom	Deep sea foreign transportation of freight	Thunder FZE	United Arab Emirates	Marine cargo handling
3	36	4.4	Hutchison Port Holdings Ltd	Hong Kong, China	Marine cargo handling	PSA Corp Ltd	Singapore	Regulation and administration of transportation
4	40	3.9	General Healthcare Group PLC	United Kingdom	General medical and surgical hospitals	Investor Group	South Africa	Investors, nec
5	42	3.6	Fairmont Hotels & Resorts Inc	Canada	Hotels and motels	Nova Scotia Ltd	Saudi Arabia	Investors, nec
6	44	3.5	OAO Udmurtneft	Russian Federation	Crude petroleum and natural gas	Sinopec	China	Petroleum refining
7	48	3.1	Maverick Tube Corp	United States	Steel pipes and tubes	Tenaris SA	Argentina	Steel pipes and tubes
8	50	3.1	PanAmSat Holding Corp	United States	Communications services, nec	Intelsat Ltd	Bermuda	Communications services, nec
9	59	2.7	NNPC-OML 130	Nigeria	Crude petroleum and natural gas	CNOOC Ltd	China	Crude petroleum and natural gas
10	64	2.6	Pakistan Telecom Co Ltd	Pakistan	Telephone communications, except radiotelephone	ETISALAT	United Arab Emirates	Telephone communications, except radiotelephone
11	67	2.6	Weather Investments Srl	Italy	Special purpose finance company	Naguib Sawiris	Egypt	Investors, nec
12	71	2.5	Wind Telecomunicazioni SpA	Italy	Telephone communications, except radiotelephone	Weather Investments Srl	Egypt	Special purpose finance company
13	77	2.3	Tunisie-Telecoms	Tunisia	Telephone communications, except radiotelephone	Investor Group	United Arab Emirates	Investors, nec
14	86	2.0	Nations Energy Co Ltd	Canada	Crude petroleum and natural gas	CITIC Group Ltd	China	Investors, nec
15	93	1.9	Shin Corp PCL	Thailand	Telephone communications, except radiotelephone	Investor Group	Singapore	Investors, nec
16	94	1.8	Shin Corp PCL	Thailand	Telephone communications, except radiotelephone	Investor Group	Singapore	Investors, nec
17	121	1.4	EnCana Corp-Ecuador Assets	Ecuador	Crude petroleum and natural gas	Andes Petroleum Co	China	Crude petroleum and natural gas
18	123	1.4	PetroKazakhstan Inc	Canada	Crude petroleum and natural gas	KazMunayGas JSC	Kazakhstan	Crude petroleum and natural gas
19	125	1.3	Mobi Tel	Sudan	Radiotelephone communications	MTC Kuwait	Kuwait	Radiotelephone communications

20	130	1.3	SR Technics Switzerland SA	Switzerland	Aircraft	Investor Group	United Arab Emirates	Investors, nec
21	133	1.3	Travelodge Hotels Ltd	United Kingdom	Hotels and motels	Dubai International Capital	United Arab Emirates	Investors, nec
22	137	1.3	Axa Financial Center	United States	Operators of nonresidential buildings	Hudson Waterfront Associates	Hong Kong, China	Land subdividers and developers, except cemeteries
23	138	1.2	Bank of America (Asia) Ltd	Hong Kong, China	Banks	China Construction Bank Corp	China	Banks
24	140	1.2	Doncasters PLC	United Kingdom	Aircraft parts, equipment	Dubai International Capital	United Arab Emirates	Investors, nec
25	145	1.2	Quilmes Industrial SA	Argentina	Malt beverages	AmBev	Brazil	Malt beverages
26	146	1.2	280 Park Ave, New York, NY	United States	Operators of nonresidential buildings	Isthmar PJSC	United Arab Emirates	Investors, nec
27	161	1.1	555 California Owners LLC	United States	Operators of nonresidential buildings	Hudson Waterfront Associates	Hong Kong, China	Land subdividers and developers, except cemeteries
28	162	1.1	WL Homes LLC	United States	Land subdividers and developers, except cemeteries	EMAAR Properties PJSC	United Arab Emirates	Land subdividers and developers, except cemeteries
Σύνολο		79.1						

Πηγή: UNCTAD 2007: Annex table A.I.3 (σφ. 212 κ.ε.) – επεξεργασία από τον γράφοντα.

(3) Πηγές χρηματοδότησης, ιδιοκτησιακό καθεστώς, διοικητικές δομές και επενδυτική στρατηγική / σύνθεση χαρτοφυλακίου των κυριότερων SWFs, σύμφωνα με στοιχεία του ΔΝΤ (Οκτ. 2007).

Country	Fund Name	Assets	Source of Funds	Ownership and Investment Management	Investment Strategy and Strategic Asset Allocation (SAA)
United Arab Emirates	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)/ Abu Dhabi Investment Council (ADIC)	\$250 billion to \$875 billion ¹	Oil	Owned by the emirate of Abu Dhabi, ADIA has been the primary conduit for investing oil surpluses in overseas assets since 1976. Recently a separate legal entity, the ADIC, was established to encourage competition with the ADIA. Abu Dhabi's surpluses will now be allocated to both the ADIA and ADIC.	Major global investor. Investment strategy and asset allocation is unknown.
Norway	Government Pension Fund—Global	\$308 billion (as of March 31, 2007)	Oil	Owned by the government and managed by Norges Bank Investment Management.	Global asset allocation with 40 percent in equities and 60 percent in global fixed income.
Saudi Arabia	No designated name	\$250+ billion ²	Oil	Saudi Arabia Monetary Agency manages the foreign assets: \$225 billion is held on its own balance sheet, a portion of which is designated as reserves, and \$51 billion is managed on behalf of various government agencies.	Major global investor. Although the size of assets is known, the investment strategy and SAA is not known beyond broad indications.
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA) General Reserve Fund (GRF) and Future Generations Fund (FGF)	\$160 billion to \$250 billion ¹	Oil	The KIA is an autonomous government body responsible for the management of the GRF and FGF, as well as any other funds entrusted to it on behalf of the government of Kuwait.	The GRF is invested in the local, Arab, and international financial markets. The FGF has a global asset allocation based on investment guidelines approved by the FGF board.
Singapore	Government Investment Corporation (GIC)	\$100+ billion	Other	Separate investment corporation established in 1981, fully owned by the government.	Global asset allocation (not made public). Invests in all major asset classes.
	Temasek Holdings	\$100+ billion	Other	Temasek Holdings is a private company, set up in 1974 to hold and manage investment previously held by the principal shareholder, the Ministry of Finance.	SAA weights unknown. Geographical distribution as of March 2006 was 38 percent Singapore assets, 40 percent in rest of Asia, 20 percent in the Organization for Economic Cooperation and Development, and 2 percent in "other" countries.
China	State Foreign Exchange Investment Corporation ³	\$200 billion	Other	To be determined.	To be determined.
Russia	Oil Stabilization Fund ⁴	\$127 billion (as of August 1, 2007)	Oil	Owned by the government and managed by the Russian Central Bank.	Invests largely in fixed-income assets, with 44 percent in U.S. dollars, 46 percent in euros, and 10 percent in pound sterling.

Australia	Australian Future Fund	\$42 billion (as of May 1, 2007)	Other	Established in 2006. Owned by the government and managed by the Future Fund Management Agency. The aim is to underwrite the government's future superannuation liabilities.	Australia
United States (Alaska)	Alaska Permanent Reserve Fund	\$35 billion (as of June 30, 2007)	Oil and minerals	Owned by the state of Alaska, established in 1976, and managed by the state-owned Alaska Permanent Fund Corporation.	SAA consists of 53 percent equities, 29 percent fixed income, 10 percent real estate, and 8 percent alternative assets.
Brunei	Brunei Investment Authority General Reserve Fund ¹	\$30 billion	Oil	Owned by the government and managed by the Brunei Investment Agency.	Invests in a large global portfolio of financial and real assets. SAA not made public.
Korea	Korea Investment Corporation	\$20 billion	Other	Launched in 2005 to manage \$20 billion of entrusted foreign exchange reserves, of which \$17 billion is from Bank of Korea and \$3 billion from the government.	Plans to invest in a global asset allocation. SAA not yet available.
Canada	Alberta Heritage Savings Trust Fund	\$15 billion (as of March 31, 2007)	Oil	Owned by the government of the Province of Alberta, managed by Alberta Finance.	Invests in a global SAA with 30 percent fixed income, 45 percent equities, 10 percent real estate, and 15 percent alternative assets.
Chile	Economic and Social Stabilization Fund	\$9.83 billion (as of July 31, 2007)	Copper	Established in 2006. Owned by the government and managed by the Central Bank of Chile as a fiscal agent.	SAA consists of 72 percent government bonds and 28 percent money market instruments in U.S. dollars, euros, and yen.
	Pension Reserve Fund	\$1.37 billion (as of July 31, 2007)	Copper	Established in 2006. Owned by the government and managed by the Central Bank of Chile as a fiscal agent.	SAA consists of 79 percent government bonds and 21 percent money market instruments in U.S. dollars, euros, and yen.
Botswana	Pula Fund ²	\$5+ billion	Diamonds	Owned jointly by the government and the Bank of Botswana. The government's share of the Pula Fund is accounted for on the balance sheet of the Bank of Botswana.	The fund invests in public equity and fixed-income instruments in industrialized economies. The fund does not invest in emerging markets, as they may be highly dependent on commodities.

Sources: Public information from websites; IMF; and Morgan Stanley Research.

Note: Other countries with known sovereign wealth funds include Azerbaijan, Kingdom of Bahrain, Chad, Ecuador, Equatorial Guinea, Gabon, Islamic Republic of Iran, Ireland, Kazakhstan, Kiribati, Libya, Malaysia, Mauritania, Mexico, Oman, Qatar, Sudan, Taiwan Province of China, Timor-Leste, Trinidad and Tobago, Uganda, and Venezuela.

¹Estimates by Morgan Stanley Research and PIMCO.

²In some countries, such as Saudi Arabia and Botswana, there is no formal sovereign wealth fund but the monetary agency manages foreign assets on behalf of various government agencies.

³Announced on March 9, 2007, the fund may be established at the end of 2007.

⁴Starting in February 2008, the Oil Stabilization Fund will be divided into two separate funds with distinct policy objectives (Stabilization Fund versus National Welfare Fund).

(4) Επιλεγμένοι ορισμοί που έχουν πρόσφατα δοθεί για τα SWFs.

1. OECD - in international investment of sovereign wealth funds, November 2007:

"Government-owned investment vehicles that are funded by foreign exchange assets."

2. Investopedia—Internet site for Forbes Media, December 2007:

"Pools of money derived from a country's reserves, which are set aside for investment purposes to benefit the country's economy and citizens. The funding for SWFs comes from central bank reserves that accumulate as a result of budget and trade surpluses, and even from revenue generated from the exports of natural resources."

3. Edwin M. Truman—before the U.S. House Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, November 2007:

"Separate pools of international assets owned and managed by governments to achieve a variety of economic and financial objectives. They sometimes hold domestic assets as well."

4. Deutsche Bank, September 2007:

"Sovereign wealth funds—or state investment funds—are financial vehicles owned by states which hold, manage, or administer public funds and invest them in a wider range of assets of various kinds. Their funds are mainly derived from excess liquidity in the public sector stemming from government fiscal surpluses or from official reserves at central banks."

5. U.S. Treasury, June 2007:

"There is no single universally accepted definition of an SWF. [In this paper,] the term "SWF" means a government investment vehicle which is funded by foreign exchange assets, and which manages those assets separately from the official reserves of the monetary authorities."

6. IMF/ BPM6: March draft following world-wide consultation:

"Some governments create special-purpose government funds, usually called sovereign wealth funds, to hold assets of the economy for long-term objectives. The funds to be invested commonly arise from commodity sales, the proceeds of privatizations, and/or the accumulation of foreign financial assets by the authorities."

7. McKinsey Global Institute, October 2007:

"Sovereign wealth funds are usually funded by the nation's central bank reserves and have the objective of maximizing financial returns within certain risk boundaries." McKinsey contrast these funds with government holding corporations such as Temasek (Singapore) and Khazanah (Malaysia).

8. Morgan Stanley, October 2007:

"An SWF needs to have five ingredients: sovereign; high foreign currency exposure; no explicit liabilities; high-risk tolerance; and long-term investment horizon."

9. IMF, *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda Prepared by the Monetary & Capital Markets and Policy Development & Review Departments*, February 2008:

"SWFs are special purpose public investment funds, or arrangements. These funds are owned or controlled by the government, and hold, manage, or administer assets primarily for medium- to long-term macroeconomic and financial objectives.* The funds are commonly established out of official foreign currency operations, the proceeds of privatizations, fiscal surpluses, and/or receipts resulting from commodity exports. These funds employ a set of investment strategies which include investments in foreign financial assets."

*These, in principle, include: (i) fiscal stabilization funds; (ii) saving funds; (iii) reserve investment corporations; (iv) development funds; and (v) pension reserve funds (those without explicit pension liabilities), while it excludes inter alia: (a) government-employee pension funds; (b) social security funds; (c) government lending funds; and (d) government-owned banks.

(5) Πρόσφατα παραδείγματα μεγάλων επενδυτικών κινήσεων από επενδυτικές και επιχειρηματικές οντότητες του αναπτυσσόμενου κόσμου.

- Εξαγορά (ύψους 1,75 δις δολαρίων) της εταιρείας υπολογιστών IBM από τον κινεζικό όμιλο Lenovo το 2004.
- Προσφορά (ύψους 18,5 δις δολαρίων) από την China National Offshore Oil Corporation (CNOOC) – της οποίας το 70% ανήκει στην Κινεζική Κυβέρνηση – για εξαγορά της αμερικανικής Unocal Oil Company τον Ιούλιο του 2005, η οποία τελικά αποσύρθηκε μετά από σχετική απαγόρευση των αρχών των ΗΠΑ.
- Εξαγορά (το 2005) της Peninsular and Oriental Steam Navigation Company (P&O), ενός από τους μεγαλύτερους διαχειριστές λιμένων στον κόσμο με έδρα το Ην. Βασίλειο, από την κρατική Dubai Ports World. Η συναλλαγή (σε ό,τι αφορούσε έξι μεγάλα αμερικανικά λιμάνια που διαχειριζόταν η P&O) προκάλεσε την αντίδραση του Κογκρέσου στις ΗΠΑ και τελικά η DP World υποχρεώθηκε να πουλήσει τα αμερικανικά λιμάνια εντός εξαμήνου.
- Συγχώνευση (αξίας 26,9 δις δολαρίων) της ευρωπαϊκής χαλυβουργίας Arcelor με την ινδικών συμφερόντων Mittal Steel τον Ιούνιο του 2006. Η συμφωνία είχε προκαλέσει αντιδράσεις από τις κυβερνήσεις Βελγίου, Γαλλίας, Γερμανίας, Ισπανίας, Ιταλίας και Λουξεμβούργου αλλά τελικά δεν παρεμποδίστηκε.
- Απόκτηση, το Μάιο του 2007, του 9,9% (αξίας 3 δις δολαρίων) του αμερικανικού επενδυτικού ομίλου Blackstone Group L.P. από νεοϊδρυθέν κινεζικό SWF (State Foreign Exchange Investment Company), υπό μορφή κοινών μετοχών, χωρίς δικαίωμα ψήφου.
- Απόκτηση από το επενδυτικό σχήμα Delta Two, που ανήκει στη βασιλική οικογένεια του Κατάρ, επιπλέον μεριδίου (αξίας 1,5 δις δολαρίων) στην βρετανική αλυσίδα super market Sainsbury τον Ιούλιο του 2007, με αποτέλεσμα η Delta Two να γίνει ο μεγαλύτερος μέτοχος, με συνολικό μερίδιο 25%.
- Επένδυση (τον Ιούλιο του 2007) 3 δις δολαρίων από την κρατική China Development Bank και 2 δις δολαρίων από την κρατική Temasek Holdings της Σιγκαπούρης, για την απόκτηση μεριδίων 3,1% και 2,1% επί του μετοχικού κεφαλαίου της βρετανικής τράπεζας Barclays, με δυνατότητα αύξησης της από κοινού αύξησης της επένδυσης μέχρι του ποσού των 19 δις δολαρίων σε περίπτωση επιτυχούς συγχώνευσης της Barclays με την ABN Amro.
- Συνεργασία (το Φεβρουάριο του 2008) της κρατικής κινεζικής εταιρείας αλουμινίου Chinalco με την αμερικανική Alcoa για την εξαγορά ποσοστού 12% των μετοχών (αξίας 14 δις δολαρίων) της αγγλο-αυστραλιανής εταιρείας εξορύξεων Rio Tinto.
- Αυξανόμενη διείσδυση της Κίνας στις αγορές Αφρικής και Λατινικής Αμερικής: Πάνω από 650 κρατικές κινεζικές επιχειρήσεις έχουν πραγματοποιήσει επενδύσεις (που ως τα τέλη του 2005 ανέρχονταν σε 1,6 δις δολάρια) σε διάφορες χώρες, κυρίως σε τομείς όπως η άντληση πετρελαίου, η παραγωγή πρώτων υλών και οι τηλεπικοινωνίες. Πιο πρόσφατο παράδειγμα αποτελεί η επένδυση ύψους 2,3 δις δολαρίων της CNOOC για τον εντοπισμό νέων κοιτασμάτων πετρελαίου και αερίου στη Νιγηρία.