
Valutareserver og statslige investeringsfonde

Søren Schrøder og Esben Humble Slotsbjerg, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING

Inden for de sidste 20 år er der sket en øget globalisering og integration af varemærkederne og de finansielle markeder. Køb og salg af varer og finansielle aktiver, fx aktier og obligationer, foregår i stadigt stigende omfang på tværs af landegrænserne, ligesom virksomheder og banker opererer på tværs af grænser. Det har ført til stigende globale handels- og kapitalbevægelser, men har også muliggjort finansielle ubalancer. USA har fx betydelige betalingsbalanceunderskud, mens en række asiatiske og råvareproducerende lande omvendt har store overskud, jf. figur 1. Det betyder, at det amerikanske betalingsbalanceunderskud i høj grad direkte eller indirekte er finansieret af de sydøstasiatiske vækstøkonomier og olieeksporterende lande.

Det illustrerer, at ikke alene er kapitalbevægelserne steget i omfang, men de afspejler også et nyt mønster, hvor de industrialiserede lande er nettoimportører af kapital.

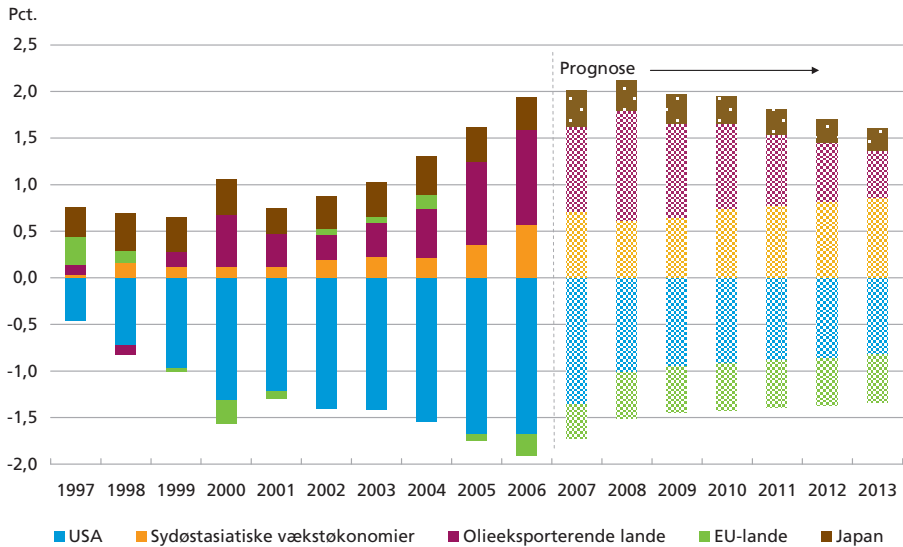
En anden tendens er, at de stigende overskud på betalingsbalancen og kapitalposterne medfører voksende valutareserver i overskudslandene, jf. figur 2.

De stigende valutareserver har ført til, at en række lande har kanaliseret reserverne over i statslige investeringsfonde, de såkaldte Sovereign Wealth Funds (SWF). Reserverne er dermed adskilt fra centralbankernes traditionelle valutareserver. I bred forstand kan SWF ses som en anden måde at placere valutareserverne, men væksten og investeringsmønstret har betydet, at de påkalder sig stor interesse både i medier, politiske institutioner og blandt finansielle aktører.

Statslige investeringsfonde er ikke noget nyt fænomen. De første blev oprettet i 1950'erne, som i Kuwait. Grunden til den stigende bevågenhed skyldes, at de er vokset markant i størrelse samtidig med, at nye fonde er etableret i en række lande, fx Rusland og Kina. Dertil kommer, at fondene i takt med de stigende formuer bevæger sig over mod at investere i aktier og ikke-børsnoterede virksomheder, og fondene har senest været aktive under den finansielle krise.

UDVIKLING I DE GLOBALE BETALINGSBALANCERS LØBENDE POSTER I PROCENT AF VERDENS BNP

Figur 1



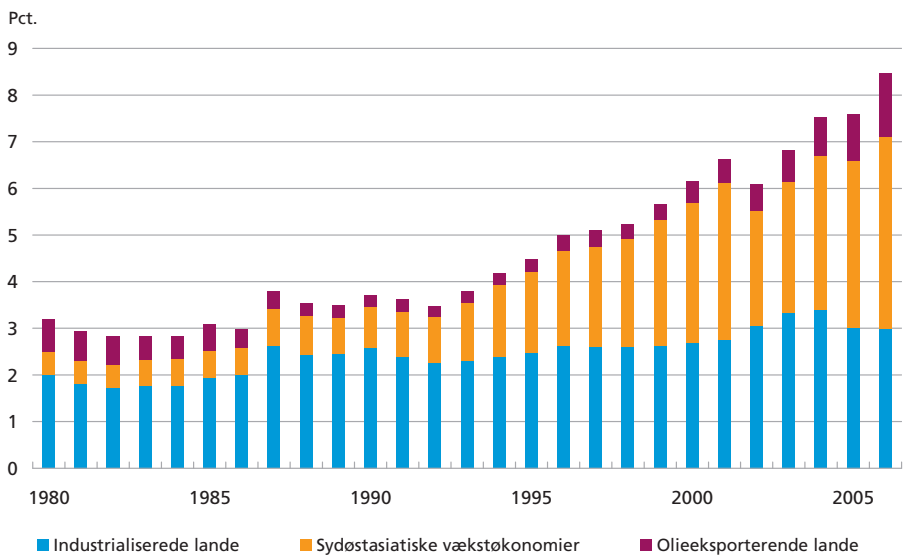
Anm.: Olieeksporterende lande dækker over olieeksportører ifølge IMF (2008a).

Kilde: IMF (2008a).

SWF adskiller sig således fra de traditionelle valutareservers styring og risikoprofil og ligner i højere grad andre investeringsinstitutioner såsom pensionsselskaber.

UDVIKLING I VALUTARESERVER I PROCENT AF VERDENS BNP

Figur 2



Kilde: IMF (2008a) og IMF International Financial Statistics.

Den primære forskel på centralbankers og SWFs investeringsstrategier er, at centralbankerne har fokus på hensynet til penge- og valutapolitikken, mens SWF typisk lægger mere vægt på at opnå høje afkast og accepterer aktiver med en højere risiko.

Denne artikel undersøger omfanget af SWF og sammenligner styringen af fondenes aktiver med centralbankernes styring af traditionelle valutareserver.

VALUTARESERVER

Stigende valutaindstrømning kan enten kanaliseres over i opbygning af valutareserver i centralbanker eller over i SWF. I dette afsnit gennemgås årsager til og implikationer af stigende valutareserver i centralbankerne, mens de efterfølgende afsnit omhandler virkningen af opbygningen af valutareserver i SWF.

I lande med overskud på betalingsbalancens løbende poster er der en tendens til, at valutakursen styrkes som i Kina. Det samme vil gælde for lande, hvortil der er en betydelig kapitalindstrømning, enten i form af direkte investeringer eller i form af udenlandske porteføljeinvesteringer, som i Indien. Hvis landene ønsker at begrænse styrkelsen af valutakursen, må centralbanken intervenere i valutamarkedet ved køb af valuta, hvilket øger valutareserven. Alternativt kunne det opadgående pres på valutakursen imødegås ved at nedsætte renten, men det kan i mindre grad være foreneligt med indenlandske stabiliseringshensyn.

De sydøstasiatiske økonomier har en eksportdrevet vækststrategi og har af hensyn til konkurrenceevnen ikke ønsket at lade deres valutakurser blive styrket for meget. Derfor har de købt valuta. Samtidig har det vist sig, at det i forbindelse med krisesituationer kan være værdifuldt at have tilstrækkelige valutareserver, der kan understøtte dels valutakursen, dels den indenlandske finansielle sektor. De stigende valutareserver kan derfor også ses som en buffer mod en pludselig kapitaludstrømning, som flere asiatiske og latinamerikanske økonomier oplevede i 1997-98.¹

Centralbanker kan ikke opbygge stigende valutareserver, uden at reserverne finansieres. Hvis opbygningen afspejler *statslige* valutaindtægter, sker det typisk ved, at staten overlader indtægterne til centralbanken mod til gengæld, at statens indestående i centralbanken stiger. Hvis opbygningen afspejler *private* valutaindtægter, sker finansieringen typisk ved, at centralbanken udsteder indenlandske gældsbeviser eller sæl-

¹ Se Niels Peter Hahnemann og Lars Krogh Jessen, Valutakrisen i Sydøstasien, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 1997, og Leif Lybecker Eskesen, Er sidste efterårs finansielle krise ovre?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1999.

ger indenlandske fordringer for at finansiere køb af valuta på markedet, jf. figur 3.

I ingen af tilfældene afspejler valutareserven en formue for centralbanken. Den kan imidlertid afspejle en øget statslig formue eller i mere bred forstand en øget national formue.

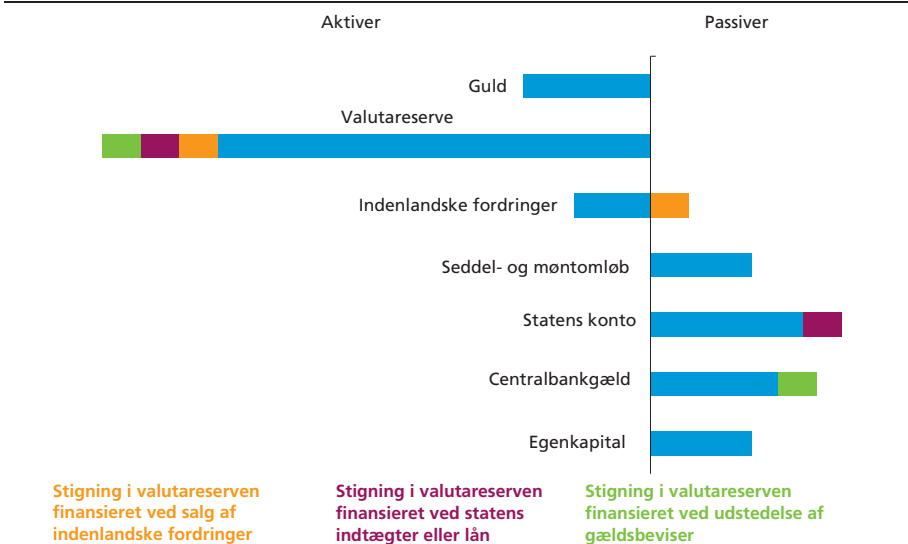
I de olieeksporterende lande afspejler de stigende valutareserver både valutaindtægter og statslige overskud. Valutaprovenuet fra salg af olie, som tilfalder statskassen enten direkte via ejerskab af olieselskaber eller indirekte gennem skatter, veksles ikke på markedet, men indsættes typisk som et indskud i centralbanken. Det øger valutareserven, og et tilsvarende beløb indsættes på statens konto i centralbanken. Så længe staten ikke bruger sit indestående i centralbanken, vil der ikke af den grund opstå et opadgående pres på den indenlandske valuta og inflation. Norge er et eksempel herpå.

I de sydøstasiatiske lande afspejler valutareserverne derimod primært private valutaindtægter, og centralbankerne finansierer de øgede valutareserver ved salg af indenlandske værdipapirer og/eller optager lån ved udstedelse af indenlandske gældsbeviser.

Stigende valutareserver betyder i mange tilfælde stigende omkostninger og risiko for centralbanker. Hvis de er finansieret ved udstedelse af indenlandsk gæld, er finansieringsrenten typisk højere end den rente, reserverne kan placeres til. Det afspejler, at pengepolitikken i overskudslandene ofte skal dæmpe inflation. Samtidig er der i overskudslande

ILLUSTRATION AF CENTRALBANKERS BALANCE VED STIGENDE RESERVER

Figur 3



Anm.: En stiliseret illustration af en centralbanks balance.

typisk et underliggende opadgående pres på valutakursen. I det tilfælde kan valutareserver også give anledning til store valutakurstab for centralbanken.

STATSEJEDE INVESTERINGSFONDE – SWF

De stigende valutareserver kanaliseres nu i mange lande gennem SWF. Mens stigende valutareserver i centralbankerne medfører øgede finansieringsomkostninger og øget risiko, vil en etablering af SWF indebære, at risikoen og finansieringen påhviler staten og ikke centralbanken.

Tidligere investerede de sydøstasiatiske vækstlande og olieproducerende lande primært i amerikanske statsobligationer. I takt med, at formuerne er vokset, søger landene højere afkast og investerer mere og mere i aktier, virksomheder og ejendomme også uden for USA. SWF adskiller sig således fra de traditionelle valutareservers styring og risiko-profil og ligner i højere grad andre investeringsinstitutioner såsom pensionselskaber.

Størrelse og udvikling

Med få undtagelser offentliggør SWF ikke størrelse og sammensætning af deres udenlandske aktiver. Værdien af formuerne må derfor bero på skøn.¹ IMF vurderer, at værdien af SWF globalt set er vokset fra omkring 500 mia.dollar i 1990 til det nuværende niveau på mellem 2.100 og 3.000 mia.dollar, jf. appendiks. Det svarer til mellem 10.000 og 15.000 mia.kr.

Sammenlignet med de øvrige aktører på de finansielle markeder synes formuerne fortsat beskedne, jf. tabel 1. SWF udgør fx ca. en syvendedel af pensionsfondene, under 5 pct. af bankernes aktiver og omkring halvdelen af centralbankernes samlede valutareserver.

SWF er karakteriseret ved en høj grad af koncentration. De ti største fonde har 80 pct. af formuerne. Den største SWF, Abu Dhabis ADIA, er fx den 11. største institutionelle investor i verden.

På længere sigt kan værdien af SWF udgøre en betydeligt større andel af de finansielle markeder, særligt i lyset af de højere råvarepriser og den fortsatte høje vækst i de sydøstasiatiske økonomier. IMF (2008b) vurderer, at værdien af SWF globalt set vil vokse til mellem 6.000 og 10.000 mia.dollar i 2013.

Finansiering og formål

SWF adskiller sig ved deres finansieringskilde og formål. Omkring tre fjerdedele af formuerne stammer fra indtjening fra råvarer, typisk olie.

¹ For en beskrivelse af, hvordan formuerne kan opgøres, henvises til Toloui (2007).

SWF STØRRELSESDORDEN								Tabel 1
Mia.dollar	Bankers aktiver	Verdens BNP	Aktie-markeder	Investerings-fonde ¹	Pensions-fonde ¹	Valuta-reserver (ekskl. guld)	SWF	Hedge-fonde
2006	70.861	48.204	50.827	21.000	17.900	5.092	2.100-3.000	1.000-1.500

Kilde: IMF (2007) og IMF 2008(b).

¹ Tallene er fra 2005 og fra Deutsche Bank (2007).

Det gælder fx Saudi-Arabien og Norge. For både staten og nationen er aktiverne en reel formue uden modsvarende gæld. I disse tilfælde kan SWF betragtes som en måde at udjævne eller omfordele indkomst over tid.

Ca. en fjerdedel af formuerne stammer fra overskud på betalingsbalancen eller offentligt overskud. Det er fx tilfældet i Singapore. I disse tilfælde kan SWF ses som en måde, hvorpå man søger at øge det forventede afkast. Spørgsmålet er, hvorvidt der i disse tilfælde er tale om en reel formue, da centralbanken eller staten har finansieret midlerne ved at optage gæld. Navnlig er det tilfældet for de fonde, som overvejes i Indien og Brasilien, hvor begge lande har haft underskud eller beskedent overskud på betalingsbalancen og har en betydelig udlandsgæld.

Formålene med SWF kan være forskellige. IMF opdeler formålene i fem kategorier:

- Stabiliseringsfonde, hvor det primære formål er at reducere statsfinansernes følsomhed over for udsving i fx olie-, kobber- og diamantpriser.
- Opsparingsfonde, hvor der spares op til fremtidige generationer ved at konvertere indtægter fra råvarer til mere stabile og permanente indtægter fra finansielle aktiver.
- Valutareservefonde, hvor formålet er at søge at opnå et højere afkast på valutareserven.
- Udviklingsfonde, hvor formålet typisk er at understøtte socio-økonomiske projekter eller indenlandske industrier.
- Pensionsfonde, hvor formålet er at spare op til generelle statslige pensionsforpligtelser.

Formålet med fondene kan være en blanding af de nævnte og kan ændre sig over tid.

TRADITIONELLE VALUTARESERVER OG SWF

Centralbanker og SWF er på linje med andre finansielle institutioner udsat for en række finansielle risici. I det følgende gives et overblik over,

hvorledes SWF og centralbankers styring adskiller sig, og hvordan det afspejler sig i institutionernes afkast- og risikoprofil.

Centralbankers styring og porteføljesammensætning

Centralbankers primære opgaver er typisk at udstede sedler og mønter, at gennemføre valuta- og pengepolitikken samt at sikre finansiel stabilitet. En afledt effekt af disse opgaver er, at centralbanker har fordringer i fremmed valuta.

Størrelsen af centralbankernes aktiver, herunder valutareserve og indenlandske aktiver, afspejler typisk ikke centralbankernes egenkapital (formue). Det skyldes, at centralbankernes aktiver modsvares af passiver. Ved køb af valuta til valutareserven øges gælden tilsvarende til fx pengeinstitutter og statslige indlån i centralbanken. Som illustration af centralbankers aktiver og passiver henvises til figur 3.

Ud fra en nettobetragtning, dvs. ved at betragte både centralbankernes aktiver (valutareserven) og passiver (lån), kan centralbankernes risiko være ganske betragtelig målt i forhold til egenkapitalen. Centralbankers risici afspejler typisk de risici, der følger af rollen som pengepolitisk myndighed.

Hvis der føres fastkurspolitik, kan valutareserverne stige i perioder, hvor der er et opadgående pres på valutakursen. Samtidig skal der være en tilstrækkeligt likvid valutareserve i beredskab, hvis valutakursen kommer under et nedadgående pres. Det betyder, at centralbanken hurtigt kan få behov for at frigøre de investerede midler. Placeringerne i udlandet skal let og hurtigt kunne sælges, belånes og afvikles uden store omkostninger. Det indebærer traditionelt store udenlandske placeringer i korte papirer, fx korte pengemarkedsindskud samt korte og likvide statsobligationer.

Valutareserver vil i sagens natur være forbundet med valutarisiko. Erfaringer viser, at valutakursudsving kan medføre store tab for centralbankerne. Risikoen ved at have valutapositioner er ofte stor, og det forventede afkast relateret til valutakursrisici er typisk meget lavt. Valutarisikoen afhænger dog af den førte valutakurspolitik.

Udover valutaeksponering har centralbanker ofte en guldbeholdning. Guldprisen er karakteriseret ved at svinge meget, og centralbankernes guldbeholdninger er dermed forbundet med betydelig risiko i forhold til centralbankers øvrige investeringer. Samtidig er der en løbende alternativ omkostning ved at holde guld, fordi renten på guld er tæt på nul og dermed lavere end renten på alternative placeringer, men afkastet i form af stigninger i guldprisen sikrer værdien mod inflation. På trods af de seneste års kraftige stigninger i guldprisen forekommer det risikostrengede afkast at være relativt lavt vurderet ud fra et historisk perspektiv.

Centralbankerne påtager sig typisk også en renterisiko. Renterisiko stammer ofte fra en obligationsbeholdning. Hvis renten på obligationer er højere end renten på en pengemarkedsplacering, opnås en merrente ("carry"). Det samlede resultat af at tage renterisiko afhænger imidlertid også af kursen på obligationen. Hvis kursen falder (stiger) som følge af rentestigninger (rentefald), fås et rentedrevet kurstab (kursgevinst). Det samlede resultat af at tage renterisiko består af "carry" plus et evt. kurstab eller -gevinst. Centralbankerne søger typisk at opnå et acceptabelt afkast på renterisiko for derved at øge indtjeningen.

Da valutareservens størrelse afspejler en tilsvarende finansiering og ikke en reel formue for centralbanker, bør centralbankers risiko ikke vurderes i forhold til reservens størrelse. Det er mere relevant at sætte den i forhold til størrelsen af egenkapitalen. Dette kan evt. suppleres med størrelsen af de udstedte sedler og mønter, der bidrager til centralbankens indtjening.

Betragtes de samlede risici i forhold til egenkapitalen, kan de således i mange centralbanker forekomme relativt høje, ligesom de er koncentreret på få områder som valutakurs og guld.

Udskillelse af SWF fra centralbankernes kerneopgaver

Ved etableringen af SWF er der som udgangspunkt blevet oprettet en klar styringsmæssig adskillelse af typiske centralbankopgaver og varetagelse af national formueforvaltning.

Udskillelsen af SWF fra centralbankerne medfører, at kursudsving i SWF ikke påvirker centralbankernes risiko. Det ville ellers i værste fald kunne medføre store tab og derved få betydning i forhold til centralbankernes solvens og troværdighed. Ved at oprette en SWF kan staten øge det risikostyrede afkast uden derved at øge centralbankens risiko for store tab, som ikke er relateret til centralbankens myndighedsrolle.

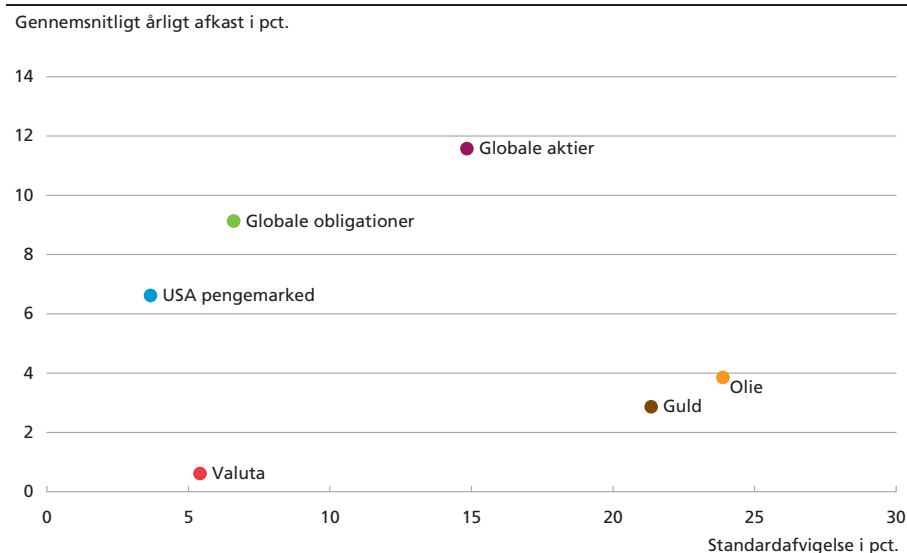
Forventet afkast og risiko

De forskellige formål og hensyn til fx likviditet medfører, at aktivallokeringen i SWF kan adskille sig meget i forhold til en typisk centralbank. Det skyldes, dels at SWF ikke skal tage hensyn til finansieringen af valutareserven (passivside), dels at det ud fra en risikostyringsvinkel kan være hensigtsmæssigt at sprede investeringerne i SWF i stil med fx pensionsfonde m.fl.

Der kan være en gevinst forbundet med at sprede investeringerne på andre aktiver end de aktiver, som bidrager mest til centralbankernes risici: valutakurs, renteudsving og guldpris. Det er imidlertid meget vanskeligt at vurdere fremtidige afkast og risiko. Figur 4 viser et historisk billede af afkast og risiko for forskellige aktivklasser.

AFKAST OG RISIKO PÅ UDVALGTE AKTIVTYPER 1980-2007

Figur 4



Anm.: Afkast opgjort i dollar. Der er anvendt obligationsindekset Lehman Brothers, World Aggregate Bond Index, Total Net Return, som udtryk for globale obligationer. For aktier er anvendt MSCI World Index, Total Return. Valutakursen er målt i forhold til USD/SDR.

Det skal bemærkes, at opgørelsen af historiske afkast og risiko afhænger af, hvilken periode der betragtes. Således kan risiko/afkast-forholdet ændres, såfremt der anvendes en anden historisk periode.

Som udtryk for risiko er anvendt standardafvigelse. Standardafvigelsen måler afkastets gennemsnitlige afstand til middelværdien.

Kilde: Reuters EcoWin.

Aktivfordelingen i både centralbanker og SWF sker ud fra en afvejning af risiko og forventet afkast. For centralbankerne er en høj indtjening ikke i sig selv det primære mål. SWF må derimod formodes at have en primær målsætning om at opnå højest muligt afkast inden for en given risiko uden hensyntagen til en passivside.¹

Af figur 4 fremgår det, at amerikanske pengemarkedsindsud har haft den laveste risiko siden 1980, mens obligationsinvesteringer² har en lidt højere risiko, men til gengæld også et lidt højere afkast. Det fremgår også, at aktier har haft en lavere risiko og et højere afkast end fx investeringer i guld og olie.

Det er naturligvis usikkert, om afkast/risiko-forholdene gentager sig fremadrettet. Generelt må det dog antages, at investorerne forlanger et merafkast, når risikoen øges. På den baggrund har SWF med en lang investeringshorisont investeret store beløb i aktier og andre mere risikofyldte aktiver i forventning om at opnå et merafkast på langt sigt.

¹ Det skal dog bemærkes, at SWF kan have betalingsforpligtelser over for visse typer investeringer, fx kapitalfonde, og over for deres ejere i form af fremtidige betalinger.

² Det opgjorte afkast på obligationer skal ses i lyset af en længere periode fra 1980'erne og frem med rentefald og dermed kursgevinster.

Endelig kan nævnes, at forskelle i aktivallokeringen mellem centralbanker og SWF også kan skyldes, at de pågældende lande er blevet rigere og føler sig rustede til at tage en større risiko gennem SWF med investeringer i andre aktiver, fx aktier, og samtidig øge diversifikationen. Hvis fx formuerne i SWF er opbygget via indtægter fra råvarer, er der tale om en "reel" formue, som ikke umiddelbart modsvares af en passivside, som skal finansieres.

Andre forhold

SWFs aktivfordeling og risikotolerance kan variere meget afhængigt af formål og behøver ikke kun at bunde i at maksimere forventet afkast.

Fx er oliepriser historisk set forbundet med store udsving, og reserverne er af natur begrænsede. Det betyder, at indtægten fra olie før eller siden ophører. Ved at oprette en SWF kan de begrænsede råvarer i jorden transformeres til mere stabile og permanente finansielle indtægter.¹ Samtidig vil det modvirke en styrkelse af den indenlandske valutakurs, som kan svække konkurrenceevnen for de øvrige industrier.

Betragtes oliereserverne som et finansielt aktiv, kan det af risikomæssige hensyn være fornuftigt at investere overskud i aktiver, som har en lav eller negativ korrelation med olieprisen. Derved kan den samlede risiko på porteføljen inkl. oliereserverne reduceres, samtidig med at det forventede afkast øges.

Investeringerne i SWF kan også anvendes til at modgå specifikke risici, som landene er eksponerede overfor. Fx er en række asiatiske økonomier meget afhængige af prisudviklingen på råvarer. Investeringer i råvareselskaber og lignende kan derfor fungere som en afdækning mod stigende råvarepriser.

FINANSIELLE MARKEDER OG FINANSIEL STABILITET

I flere år har lande med overskud på betalingsbalancens løbende poster primært investeret i amerikanske statsobligationer. Det har været med til at holde den lange rente nede, jf. ECB (2006), Warnock og Warnock (2006) samt Andersen, Fick og Hansen (2007). Tilsvarende har SWF-investeringer understøttet dollaren i perioder, hvor det amerikanske betalingsbalanceunderskud skabte pres på dollaren.

De stigende formuer, som kontrolleres af SWF, kan påvirke de finansielle markeder på to måder, dels gennem en opsparingseffekt, dels gennem en porteføljeeffekt.

¹ Se fx Kjær (2007).

For det første vil den høje opsparingstilbøjelighed i overskudslandene bidrage positivt til den globale opsparing og rette et nedadgående pres på renten.

For det andet kan de stigende formuer også påvirke priserne på fx aktier og obligationer. Dels fordi afkast-risiko-præferencer kan være forskellige mellem overskuds- og underskudslandene, dels fordi aversionen mod risiko normalt er aftagende med voksende formuer. Det kan alt andet lige føre til en substitution fra fx mere sikre obligationer til aktier. Det vil kunne lægge et opadgående pres på renten og et opadgående pres på prisen på aktiver med en højere afkast-risiko-profil såsom aktier.

De stigende SWF-formuer må forventes at medføre, at opsparingseffekten svækkes og porteføljeeffekten styrkes. Det er i overensstemmelse med to tendenser, der finder sted i SWFs porteføljeomlægninger.

Den første omlægning afspejler en diversificering væk fra dollar. Den anden er en omlægning fra likvide og mindre risikofyldte investeringer til aktiver med højere afkast-risiko-profil såsom aktier, ikke-børsnoterede virksomheder og fast ejendom.

Selv om den samlede effekt på prisdannelsen på de finansielle markeder ikke er entydig, vil væksten og omlægningerne af porteføljerne føre til, at ejerforholdet af finansielle aktiver, virksomheder og ejendomme kan ændre sig i de kommende år.

Det har ført til bekymring i en række lande for, at formuerne benyttes til strategiske opkøb af virksomheder, navnlig i Frankrig, Tyskland og USA. Bekymringen har ofte udspring i hensynet til national sikkerhed. Samtidig er en række lande med SWF bekymrede for, at deres investeringer i udlandet i højere grad mødes af restriktioner og protektionisme, hvilket vil kunne hæmme den fri kapitalbevægelighed. Det skal dog her til nævnes, at en række lande med SWF traditionelt har en række restriktioner på udenlandske investeringer.

I lyset heraf og af hensyn til finansiell stabilitet er IMF ved at udarbejde nogle generelle retningslinjer for bl.a. styring og åbenhed for SWF ("Code of Conduct"). De generelle retningslinjer skal opstille mål for "best practice" med hensyn til bl.a. retningslinjer for offentlig styring af SWF, ansvarsfordeling, regnskabsmæssige principper, uafhængig revision samt grad af åbenhed omkring formål, risikostyring og investeringer.

Retningslinjerne skal medvirke til, at styringen af SWF sker på forretningsmæssige vilkår. Dertil kommer, at åbenhed kan bidrage til en større grad af gennemsigtighed i forhold til SWFs risici og investeringsadfærd.

Finansiell stabilitet

I takt med, at formuerne i SWF vokser og spredes ud over flere aktivklasser, får SWFs investeringsbeslutninger større betydning for finansiell stabilitet.

En bekymring kunne være, at formuerne ikke bliver styret på betrygende vis, at de ikke er reguleret af tilsynsmyndigheder og er meget lukkede.

Bekymringen gælder i mindre grad i forhold til de globale valutamarkeder. Det skal dog have sig i mente, at selv mindre porteføljeomlægninger kan udløse store ændringer på de finansielle markeder.

På grund af SWFs stigende betydning forsøger markedsdeltagerne at forudsige fondenes næste træk. Med få undtagelser er der i høj grad mangel på åbenhed omkring SWF, hvilket kan skabe mere eller mindre pålidelige rygter omkring fondenes investeringer. Dette kan føre til unødigt uro og flokmentalitet på de finansielle markeder, som ikke er befordrende for finansiell stabilitet. Det skal dog dertil bemærkes, at der i dag er langt flere aktører på de finansielle markeder end tidligere. Det betyder, at den enkelte aktør nu i mindre grad kan påvirke de finansielle markeder, end det var tilfældet ved fx den finansielle uro i 1992 (EMS) og 1998 (Long-Term Capital Management).

På den anden side kan SWF være et stabiliserende element ved, at de har en længere investeringshorisont og i mindre grad er underlagt likviditetshensyn. Med deres dybe lommer kan de dermed bidrage til at modstå flokmentaliteten i markedet. Det gælder også i forbindelse med subprime-krisen. Senest har bankerne Citigroup og UBS fået tilført betydelig kapital gennem investeringer fra henholdsvis Abu Dhabi og Singapore.

LITTERATUR

Andersen, Thomas Barnebeck, Sofie Nedergård Fick og Frank Øland Hansen (2007), Petrodollars, porteføljeomlægninger og den lange rente, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Deutsche Bank (2007), Sovereign Wealth Funds – State Investments on the Rise, *Deutsche Bank Research*, 10. september.

ECB (2006), The Accumulation of Foreign Reserves, *Occasional Paper Series*, nr. 43.

IMF (2007), Global Financial Stability Report, October.

IMF (2008a) World Economic Outlook (2008), April.

IMF (2008b) Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda, IMF, February.

Knut N. Kjær (2007), Turning oil wealth into financial assets: the case of Norway, Sovereign Wealth Management, *Central Banking Publications*.

Toloui, R. (2007), Petrodollars, Asset Prices, and the Global Financial System, *PIMCO Capital Perspectives*.

Warnock, Francis E. og Veronica C. Warnock (2006), International Capital Flow and U.S. Interest Rates, *update of Federal Reserve Board International Finance Discussion Paper 840*.

APPENDIKS

MARKEDSESTIMATER PÅ SWFs STØRRELSE

Mia.dollar	Navn	Skøn for størrelse	
		Nedre	Øvre
<i>Olie- og gaseksporterende lande</i>		1.565	2.210
Forende Arabiske Emirater	Abu Dhabi Investment Authority	250	875
Norge	Government Pension Fund-Global	380	380
Saudi-Arabien	Ikke navngivet	289	289
Kuwait	Reserve Fund for the Future Generations/ Government Reserve Fund	213	213
Rusland	Reserve Fund	125	125
	National Welfare Fund	32	32
Libyen	Libyan Investment Corporation	50	50
Qatar	State Reserve Fund/Stabilization Fund	30	50
Algeriet	Reserve Fund/Revenue Regulation Fund	43	43
USA (Alaska)	Alaska Permanent Reserve Fund	40	40
Brunei	Brunei Investment Authority	30	30
Kasakhstan	National Fund	21	21
Malaysia	Khazanah Nasional BHD	19	19
Canada	Alberta Heritage Savings Trust Fund	16	16
Nigeria	Excess Crude Account	11	11
Iran	Oil Stabilization Fund	9	9
Aserbajdsjan	State Oil Fund	2,5	2,5
Oman	State General Reserve Fund	2,0	2,0
Timor-Leste	Petroleum Fund of Timor-Leste	1,4	1,4
Venezuela	FIEM—Macroeconomic Stabilization Fund	0,8	0,8
Trinidad & Tobago	Revenue Stabilization Fund	0,5	0,5
<i>Sydøstasiatiske lande</i>		453	683
Singapore	Government Investment Corp.	100	330
Kina	China Investment Corporation	200	200
Singapore	Temasek Holdings	108	108
Korea	Korea Investment Corp.	30	30
Taiwan	National Stabilisation Fund	15	15
<i>Andre lande</i>		75,5	75,5
Australien	Australian Future Fund	54,0	54,0
Chile	Economic and Social Stabilization Fund	14,9	14,9
	Pension Reserve Fund	1,5	1,5
Botswana	Pula Fund	4,7	4,7
Kiribati	Revenue Equalization Fund	0,4	0,4
Total		2.093	2.968

Kilde: IMF (2008b)