



Меняющийся облик инвесторов

**Стремительный рост
международных
потоков капитала
и его последствия
для финансовой
стабильности**

Клерк выкрикивает приказы на Чикагской товарной бирже.

Чейла Пазарбашолу, Мангал Гбсвами и Джек Ри

ЗА МИНУВШЕЕ десятилетие объем трансграничных активов резко увеличился, но благодаря более разнообразному составу международных инвесторов предложение финансовых средств в целом должно стать более стабильным. После периода относительно узких колебаний в 1980–1995 годах, объем глобальных трансграничных потоков за последние десять лет вырос в три раза, достигнув к 2005 году 6,4 трлн долл. США или приблизительно 15 процентов мирового ВВП (см. рис. 1). Во многом данная динамика объясняется несколькими тенденциями. Инвестиции все более диверсифицируются в международных масштабах, глобальные рынки капитала благодаря либерализации и техническому прогрессу все более интегрируются, а те-

кущие экономические условия открывают широкие возможности для роста во всем мире.

Совокупность этих факторов, а также быстрый рост находящихся под управлением активов, опережающий рост предложения внутренних активов, способствовали увеличению трансграничных потоков. Низкие премии за риск по активам придают инвесторам смелости двигаться вниз по кривой кредитной надежности в поисках более высокой доходности. Эти тенденции также сопровождаются более активным использованием заемных средств и принятием большего риска.

В то время как имеется большое число экономических исследований, посвященных дестерминантам потоков капитала на стороне спроса, анализ стороны предложения пото-



ков капитала и их потенциального воздействия на финансовую стабильность затрудняется сложностью взаимосвязей и сетей инвесторов. Низкие реальные процентные ставки, которые часто сочетаются с поиском более высокой доходности, являются одним из основных факторов на стороне предложения (Brennan and Cao, 1997). Хотя следует признать, что весьма сложно разобраться в запутанных связях и сетях инвесторов, действующих по всему миру, в настоящей статье делается попытка проиллюстрировать фундаментальные изменения в глобальной базе инвесторов и оценить их воздействие на финансовую стабильность.

Откуда идут деньги?

Страны с развитой рыночной экономикой остаются главным источником валовых потоков капитала, определяющую роль в которых играют внутриевропейские трансграничные потоки, за которыми следуют потоки капитала из Соединенных Штатов и Японии. Интеграция в рамках Европейского союза (ЕС) облегчила финансовую регионализацию на континенте, в результате чего доля Европы в глобальных трансграничных потоках резко выросла с 50 процентов в 1996 году до приблизительно 70 процентов в 2005 году. Действительно, в связи с тем, что взаимные инвестиции стран-членов зоны евро непропорционально больше, чем взаимные инвестиции любой другой пары стран, значительный объем эмпирических данных свидетельствует о наличии в облигационных портфелях смещения в сторону стран зоны евро (Lane, 2006). Значение развитых стран Азии как крупного поставщика валовых потоков капитала несколько снизилось при ослаблении позиций Японии в последнее десятилетие, хотя она и остается важным источником финансовых средств. В то же время с 2000 года существенно возрос вклад Азии в трансграничные потоки капитала, источником которых являются страны с формирующимся рынком, новые индустриальные страны (САР Гонконг, Корея, Сингапур и провинция Китая Тайвань) и нефтедобывающие страны.

Анализ тенденций чистых потоков капитала позволяет выявить заметный сдвиг в структуре общемирового баланса активов и пассивов и проливает свет на глобальные платежные дисбалансы. Наиболее заметно то, что за последние пять лет страны с формирующимся рынком как группа превратились в устойчивых чистых экспортеров капитала и стали значимым классом инвесторов в страны с развитым рынком, причем отток капитала из этих стран является зеркальным отражением дефицита внешнего финансирования США (см. рис. 2). Однако такое перемещение капитала из стран с формирующимся рынком в страны с развитым рынком происходит в основном через размещение резервов центральных банков азиатских стран и фондов суверенного богатства (ФСБ), главным образом стран-экспортеров нефти. ФСБ представляют собой накопления государственных сбережений, вложенные во внешние активы (в частности, это средства, размещаемые Инвестиционным управлением Абу-Даби, Инвестиционной корпорацией правительства Сингапура, Инвестиционным управлением Кувейта, Норвежским пенсионным фондом и т.д.). Однако частный капитал перетекает также из стран с развитым рынком в страны с формирующимся рынком, по мере того как институциональные инвесторы, банки и корпорации все в большей мере направляют свои растущие финансовые активы на международные инвестиции в целях диверсификации и повышения скорректированной с учетом риска доходности.

Резкое увеличение потоков институциональных средств вызвало оживление глобальных потоков капитала, наблюдавшееся в последнее десятилетие. Наиболее значительным был рост портфельных потоков, главным образом долговых обязательств, и трансграничных банковских операций. Приток таких средств, который сочетался с повышением цен на активы и которому способствовали финансовые инновации на

Рисунок 1

Новые вершины

С 1995 года валовые международные потоки капитала резко увеличились.

(Весь глобальный приток капитала, в процентах от мирового ВВП)



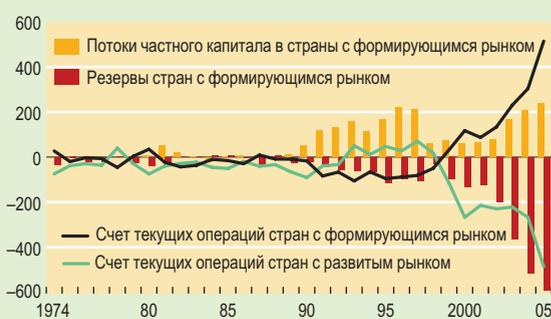
Источник: МВФ, база данных издания «Международная финансовая статистика». ¹Другие потоки включают операции с производными инструментами.

Рисунок 2

Зеркальное отражение

Частный капитал перетекает из стран с развитым рынком в страны с формирующимся рынком, тогда как официальный капитал перетекает в обратную сторону.

(В млрд долл. США)



Источник: МВФ, база данных издания «Международная финансовая статистика».

Рисунок 3

Расширяющиеся рынки

В последние 15 лет глобальные рынки облигаций и акций демонстрируют беспрецедентные темпы роста.

(В трлн долл. США)



Источники: оценки персонала МВФ, основанные на базе данных по странам с формирующимся рынком S&P/IFC; Всемирная федерация бирж; Банк международных расчетов; и Международная финансовая корпорация.

рынках производных инструментов, привел к беспрецедентному росту и углублению финансовых рынков. В настоящее время объем мировых рынков акций и облигаций в два раза превышает мировой ВВП (см. рис. 3), и в 2005 году капитализация глобального фондового рынка достигла 38 трлн долл. США, а рынков облигаций — 45 трлн долл. США (см. рис. 3).

Если оставить в стороне институциональные деньги и банковские финансы, прямые иностранные инвестиции (ПИИ), источником которых являются страны с развитым рынком, также частично оправданы после обвала перегретых курсов акций интернет-компаний. Приток ПИИ в страны с формирующимся рынком продолжает расти, но по-прежнему отличается высокой степенью концентрации, и с 2002 года на долю Китая приходится около 50 процентов потока средств в страны с формирующимся рынком. Среди стран с формирующимся рынком главными получателями ПИИ являются страны Азиатско-тихоокеанского региона, а также европейские страны с формирующимся рынком, тогда как приток средств в Латинскую Америку, где доминирующую роль играет Бразилия, с 2000 года сократился.

Как меняется база инвесторов

Быстрый рост трансграничных потоков сопровождается изменением базы инвесторов, которые обусловлены тремя ключевыми тенденциями: феноменальным ростом активов под управлением институциональных инвесторов, быстрым ростом хеджевых фондов, а также выходом на сцену в качестве ключевых игроков центральных банков и ФСБ стран с формирующимся рынком.

Наблюдается огромное увеличение объема активов под управлением (АПУ) институциональных инвесторов (пенсионных фондов, страховых компаний и взаимных фондов) из стран с развитым рынком. Активы этих инвесторов возросли с приблизительно 21 трлн долл. США в 1995 году до около 53 трлн долл. США в 2005 году, причем на долю Соединенных Штатов приходится примерно половина, а на долю Европы — более четверти этих средств (см. рис. 4). В Соединенных Штатах значительная часть этой базы активов принадлежит пенсионным фондам, тогда как доля Европы — за исключением Соединенного Королевства, Ирландии и Нидерландов — в этих активах относительно невелика. Вместе с тем доля взаимных фондов и страховых компаний в институциональных активах является значительной как в Соединенных Штатах, так и в Европе.

Рисунок 4

Денежные мешки

В промышленно развитых странах произошло резкое увеличение объема активов под управлением институциональных инвесторов.

(Активы институциональных инвесторов из стран с развитым рынком, в трлн долл. США)



Источники: Лондон, финансовое объединение «International Financial Services»; ОЭСР; оценки персонала МВФ.

Еще одной ключевой тенденцией является быстрый рост хеджевых фондов. Число хеджевых фондов (не считая дочерних фондов) увеличилось с 530 в 1990 году до более чем 6700 к 2005 году. С 2002 года происходит очень сильный приток капитала в хеджевые фонды, что объясняется расширением базы инвесторов за счет включения в нее наряду с институциональными инвесторами богатых частных лиц. Активы, управляемые хеджевыми фондами, меньше активов других институциональных инвесторов, однако их объем вырос с 30 млрд долл. США в 1990 году до более чем 1,4 трлн долл. США в 2005 году. Большинство этих фондов управляется из Соединенных Штатов и Соединенного Королевства, на которое приходится основная часть европейской доли (см. рис. 5). Например, в 2004 году пенсионные фонды Соединенного Королевства значительно увеличили долю средств, размещаемых в хеджевых фондах. (UBS, 2005).

В странах с формирующимся рынком центральные банки и ФСБ становятся ключевыми игроками в сфере трансграничного перемещения капитала, основным пунктом назначения которого являются финансовые рынки США. За минувшее десятилетие объем казначейских ценных бумаг США, находящихся в собственности иностранных инвесторов, вырос более чем в три раза, причем в значительной мере этому способствовало приобретение долгосрочных ценных бумаг казначейства и государственных агентств США зарубежными официальными учреждениями. Наибольший прирост был зарегистрирован в Китае, портфель которого за последние несколько лет вырос на 50 процентов, в результате чего Китай стал третьим крупнейшим инвестором. Согласно оценкам, к концу 2005 года иностранные официальные учреждения были держателями более чем 50 процентов всех долгосрочных ценных бумаг США, принадлежавших иностранным владельцам.

Поиск возможностей для заграничных инвестиций

Рост АПУ институциональных инвесторов из стран с развитым рынком сопровождается увеличением трансграничного размещения активов и тенденцией к ослаблению отечественного уклона. Понятие отечественного уклона обязано своим появлением тому факту, что веса в международных портфелях характеризуются смещением в пользу страны происхождения инвестора (French and Poterba, 1991; Aurélio, 2006).

За последние примерно пять лет доля трансграничных портфельных потоков в АПУ из стран с развитым рынком резко возросла, причем преобладающую роль в этом сыграли институциональные инвесторы. В 2001–2005 годах кумулятивное уве-

Рисунок 5

Растущие активы

Популярность хеджевых фондов растет среди более широкого круга инвесторов.

(Средства в управлении, в млрд долл. США)



Источник: Eurohedge, Hennessee Group LLC.



ление трансграничных портфельных активов составило более 100 процентов, и они достигли порядка 19 трлн долл. США. За тот же период трансграничные потоки портфельных активов из США возросли с 2,3 до 4,6 трлн долл. США, тогда как аналогичные потоки из Японии увеличились на 0,6 трлн долл. США, достигнув в 2005 году 2,1 трлн долл. США. В Европе наблюдалось самое значительное ослабление отечественного уклона: за период 2001–2005 годов увеличение трансграничных портфельных активов здесь составило 6,1 трлн долл. США. Однако большая часть этого снижения пришлось на долю развитых стран Европы, поскольку инвесторы этих стран склоняются к вложению средств на территории континентальной Европы и Соединенного Королевства. Институциональные инвесторы,

«Период низкой волатильности и низкого кредитного спреда может скрывать за собой новые опасности и новые риски, такие как увеличение объема операций с альтернативными активами, которые являются относительно менее ликвидными, что вызывает обеспокоенность относительно финансовой стабильности».

такие как пенсионные и взаимные фонды стран с развитым рынком, все в большей мере вкладывают средства в страны с формирующимся рынком. С 2000 года растут трансграничные портфельные потоки от домашних хозяйств Японии, которые проводятся через японские взаимные фонды.

Уменьшение отечественного уклона объясняется действием как структурных, так и циклических факторов. Для большинства институциональных инвесторов главным мотивом служит диверсификация. Изменения в законодательстве и бухгалтерском учете, касающиеся пенсионных фондов, также способствовали сдвигам в характере решений инвесторов о размещении активов. В частности, вследствие увеличения ожидаемых обязательств пенсионных фондов эти инвесторы пытаются диверсифицировать свои инвестиционные стратегии, чтобы не только обеспечить более точное соответствие активов и обязательств, но и добиться наивысшей скорректированной с учетом риска доходности.

Последствия для глобальной стабильности

Из увеличения трансграничных потоков капитала и изменений в базе инвесторов вытекают важные — как положительные, так и отрицательные — последствия с точки зрения финансовой стабильности. Более диверсифицированная в глобальном масштабе база инвесторов, представляющих разные виды учреждений и различные страны, означает меньшую вероятность одновременных, симметричных и значительных потрясений, а потому — большую способность инвесторов управлять рисками и противостоять потрясениям в кризисный период. С другой стороны, период низкой волатильности и низкого кредитного спреда может скрывать за собой новые опасности и новые риски, такие как увеличение объема операций с альтернативными активами, которые являются относительно менее ликвидными, что вызывает обеспокоенность относительно финансовой стабильности. Эта обеспокоенность усугубляется более активным использованием участниками рынка заемных

средств, в связи с чем встает вопрос о возможных путях закрытия таких позиций под давлением обстоятельств.

Резкое увеличение трансграничных потоков капитала, источником которых являются институциональные инвесторы из стран с развитым рынком, способствовало расширению базы инвесторов, осуществляющих вложения во внешние суверенные долговые обязательства стран с формирующимся рынком, что за последние пять лет привело к повышению стабильности и снижению изменчивости активов этого класса, на что указывают глобальные спреды индекса долговых обязательств развивающихся стран (EMBI), рассчитываемого «JP Morgan Chase». Интерес к активам стран с формирующимся рынком вырос под действием структурных причин, поскольку институциональные инвесторы, такие как пенсионные фонды США, стали включать внешние долговые обязательства стран с формирующимся рынком в состав своих эталонных портфелей.

На восприятии инвесторами развитости класса активов стран с формирующимся рынком сказывается улучшение фундаментальных показателей качества кредита, более гибкие курсовые режимы, увеличение резервного покрытия, структурный подъем вследствие приближения европейских стран с формирующимся рынком к уровню ЕС и повышение прозрачности информации, поступающей из стран с формирующимся рынком (Byun and Oswald, 2006). Эти изменения привели к увеличению притока стратегических инвестиций в активы данного класса. Действительно, объем АПУ фондов формирующихся рынков, эталоном для которых являются индексы облигаций стран с формирующимся рынком, вырос с 27 млрд долл. США в конце 2000 года до приблизительно 230 млрд долл. США в середине 2006 года. Такие стратегические инвесторы склонны приобретать ценные бумаги для длительного хранения, причем обычно заемный капитал у них ниже или отсутствует, поскольку в основном они стремятся обеспечить соответствие параметров активов срокам погашения своих более долгосрочных обязательств.

За последнее десятилетие изменчивость чистых и валовых потоков капитала существенно возросла как в странах с развитым, так и в странах с формирующимся рынком, но при этом устойчивость большинства стран с формирующимся рынком к шокам существенно повысилась. Действительно, повышение изменчивости международных потоков капитала в период 1996–2005 годов, если рассматривать его с поправкой на увеличение валютных резервов, оказывается значительно ниже.

В настоящее время наблюдается долгосрочное снижение изменчивости цен на различные классы активов в категориях облигаций, акций и иностранной валюты. В странах с развитым рынком как фактическая, так и неявная изменчивость существенно уменьшились по целому ряду активов. Активы стран с формирующимся рынком, такие как внешние суверенные долговые обязательства, показывают ту же тенденцию. Хотя подобное явление можно, согласно заявлению председателя Федеральной резервной системы США Бена Бернанке, приписать «великой умеренности», стойкость этого феномена еще предстоит проверить в менее благоприятных условиях. ■

Чейла Пазарбашолу — начальник отдела, Мангал Госвами — экономист, Джек Ри — старший экономист Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.

Данная статья основана главным образом на материалах готовящегося издания МВФ «Global Financial Stability Report» («Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности») (апрель 2007 года), включающего главу, в которой анализируется рост международных потоков капитала, расширение базы инвесторов и вытекающие из этого последствия для финансовой стабильности.