

Подъем суверенных фондов накопления богатства

Очень немного известно об этих крупных государственных участниках рынка

Саймон Джонсон



Саймон Джонсон — экономический советник и директор Исследовательского департамента МВФ.

СУВЕРЕННЫЕ фонды накопления богатства — относительно новое название того, что существует уже довольно долго, а именно активов, хранимых правительствами в валютах других стран. У всех стран есть валютные резервы (в наши дни они, как правило, создаются в долларах, евро или йенах). Когда страна, имеющая профицит по счету текущих операций, накапливает больше резервов, чем ей, предположительно, необходимо для ближайших целей, она может создать суверенный фонд для управления этими «дополнительными» резервами.

Суверенные фонды существуют по крайней мере с 1950-х годов, но в последние 10–15 лет их общемировой объем резко увеличился. В 1990 году средства суверенных фондов составляли, самое большое, 500 млрд долларов США; в настоящее время их совокупная величина оценивается на уровне 2–3 трлн долларов, а к 2012 году, исходя из вероятной траектории счетов текущих операций, она может достичь 10 трлн долларов.

В настоящее время такие фонды имеются более чем у 20 стран, и еще полдюжины стран проявляют интерес к их созданию. Вместе с тем концентрация средств остается достаточно высокой: на долю пяти крупнейших фондов приходится примерно 70 процентов совокупных активов. Более половины этих активов принадлежит странам, экспортирующим значительные объемы нефти и газа. Крупный суверенный фонд имеется у Норвегии, а также у других весьма непохожих стран и территорий, таких как Аляска, Канада, Россия и Тринидад и Тобаго. Примерно треть совокупных активов принадлежит странам Азии и Тихоокеанского региона, включая Австралию, Китай и Сингапур.

Много ли это — 3 трлн долларов? Смотря с чем сравнивать. ВВП США составляет 12 трлн долларов, общая стоимость котируемых на рынке ценных бумаг (долговых обязательств и акций), деноминированных в долларах США, по оценкам, составляет более 50 трлн долларов, а глобальная

стоимость котируемых ценных бумаг — примерно 165 трлн долларов. В таком контексте 3 трлн долларов — значительная, но не гигантская сумма.

Однако она велика по отношению к размеру экономики некоторых стран с формирующимся рынком. Общая стоимость котируемых на рынке ценных бумаг в Африке, на Ближнем Востоке и в европейских странах с формирующимся рынком, вместе взятых, составляет примерно 4 трлн долларов; приблизительно таков же размер рынков ценных бумаг во всей Латинской Америке. А объем совокупных активов, управляемых частными хеджевыми фондами (широкая категория частных инвестиционных фондов, которые стремятся к получению высокой прибыли и, как следствие, часто принимают на себя значительные риски), по оценкам, составляет порядка 2 трлн долларов. Поэтому, наверное, нет ничего неожиданного в том, что в настоящее время разгорается дискуссия о потенциальных рисках и возможностях, связанных с суверенными фондами накопления богатства, подобная уже идущей дискуссии о хеджевых фондах.

Недостаток информации

Стало очевидно, что на современных быстро развивающихся финансовых рынках степень влияния того или иного запаса денежных средств на финансовую стабильность зависит не только от вида управляемых активов, но от потенциальной доли заемных средств (то есть долга), используемых в инвестиционных стратегиях.

Стало очевидно, что на современных быстро развивающихся финансовых рынках степень влияния того или иного запаса денежных средств на финансовую стабильность зависит не только от вида управляемых активов, но от потенциальной доли заемных средств (то есть долга), используемых в инвестиционных стратегиях.

Например, по имеющимся данным, многие хеджевые фонды и (родственные им) частные инвестиционные фонды используют коэф-

фициенты заемных средств 10:1. Это означает, что по каждой отдельной операции заимствуемые ими средства в 10 раз превышают величину их собственного капитала. В некоторых случаях доля заемных средств еще больше, возможно, значительно больше. Хеджевые фонды почти наверняка улучшают распределение капитала в мировом масштабе, но недавние тенденции показывают, что в некоторых формах они также могут представлять опасность для глобальной финансовой системы. До сих пор вообще мнение сводилось к тому, что хеджевые фонды заслуживают значительно более тщательной проверки, хотя с точки зрения распределения глобальных потоков капитала выгоднее, чтобы бремя прямого регулирования этого сектора оставалось относительно легким.

К сожалению, мы многого не знаем о суверенных фондах. Очень немногие из них публикуют информацию о своих активах, обязательствах или инвестиционных стратегиях. Считается, что они традиционно поддерживают только «длинные» позиции, то есть придерживаются стратегий покупки активов для хранения, не открывая коротких позиций и, возможно, не проводя никаких операций по заимствованию или прямому кредитованию. По-видимому, их инвестиции имеют длительные временные горизонты и, подобно другим долгосрочным инвесторам, они готовы выходить на рынок в периоды падения цен на активы. Это, по всей вероятности, оказывает стабилизирующее воздействие на мировую финансовую систему. Однако есть отдельные примеры того, что некоторые суверенные фонды инвестируют средства в другие фонды с высокой долей заемных средств.

Известно, что когда в 1998 году обанкротился хеджевый фонд «Long-Term Capital Management», в числе его инвесторов был по крайней мере один центральный банк. Другой центральный банк недавно инвестировал средства в один из крупных частных инвестиционных фондов. Норвежский суверенный фонд накопления богатства сообщает, что он отчасти переключился с облигаций на акции, и, по нашему мнению, такая тенденция, возможно, имеет место в более широком масштабе. Представляется очевидным, что определенная часть активов хеджевых фондов и управляемых активов частных инвестиционных фондов в настоящее время поступает от суверенных фондов накопления богатства (нужно следить, чтобы при сложении активов этих родственных структур не допускался двойной счет), однако данных об этом нет.

Трейдера-мошенники, представляющие одну из серьезных проблем для всех видов инвестиционных фондов, являются также потенциальной проблемой для суверенных фондов. Хотя масштабы этой проблемы, по всей вероятности, не очень велики, существуют конкретные примеры того, как трейдеры, нанятые для инвестирования резервов центрального банка, принимали крупные спекулятивные позиции и несли значительные потери. По крайней мере некоторые из этих трейдеров действовали без разрешения соответствующих менеджеров кредитного риска. Не потребуется много таких операций, чтобы начались призывы к регулированию трансграничных потоков капитала, когда они связаны с решениями, принимаемые государственными учреждениями.

Формирующийся в настоящее время подход к «регулированию» хеджевых фондов заключается не в том, чтобы регулировать их деятельность, а скорее в том, чтобы внимательно наблюдать за подлежащими регулированию посредниками, которые ссужают им средства. (то есть коммерческими и инвестиционными банками). Идея заключается в том, что это позволяет защитить ядро финансовой системы, допуская возможность для инноваций и принятия риска. Но с ростом значимости суверенных фондов они фактически превращаются в крупный нерегулируемый класс посредников, которые

в будущем могут инвестировать или не инвестировать средства в хеджевые фонды.

Реальная опасность заключается в том, что суверенные фонды накопления богатства (и другие виды поддерживаемых государством инвестиционных структур) могут способствовать усилению протекционизма в отношении операций с капиталом, посредством которого страны выбирают и решают, кто может осуществлять инвестиции и в какие активы. Разумеется, всегда существуют определенные ограничения, диктуемые соображениями национальной безопасности, на то, чем могут владеть иностранцы. Но, как показывают недавние тенденции в мире, может сложиться представление о том, что некоторым иностранным правительствам не следует позволять владеть тем, что считается «командными высотами» экономики. Это — скользкий путь, который ведет, быстро и болезненно, к другим формам протекционизма. Важно предупреждать такое давление.

Новые участники рынка

Суверенные фонды вряд ли исчезнут. Они основаны на профицитах по счетам текущих операций, и их значимость уменьшится только в том случае, если страны, имеющие крупный профицит, начнут испытывать хронический дефицит по счету текущих операций. Ведущие страны обязались уменьшить дисбалансы по своим счетам текущих операций, и это ограничит рост суверенных фондов. Но мировая экономика постоянно развивается, и пути ее развития не позволяют с уверенностью считать, что дисбалансы по счетам текущих операций резко сократятся. Например, темпы экономического роста могут ускориться или замедлиться, и это, по-видимому, скажется на ценах биржевых товаров. Но если цены биржевых товаров останутся высокими, экспортеры таких товаров в обозримой перспективе будут иметь крупные профициты. Если же цены на биржевые товары упадут, возможно, что профициты стран Азии, которые экспортируют товары обрабатывающей промышленности, увеличатся.

Что должен делать МВФ в этой ситуации? Необходимости в решительных мерах, конечно же, нет. Во-первых, эта ситуация связана с тонкими вопросами национального суверенитета. Во-вторых, при существующем уровне в 3 трлн долларов суверенные фонды не представляют неотложной проблемы. Но когда их уровень приблизится к 10 трлн долларов (хотя даже 10 трлн долларов не являются гигантской суммой), это явление, вероятно, привлечет большее внимание.

И все же пора, прежде чем дискуссия приобретет политическую остроту или станет частью избирательной кампании, начать конструктивное обсуждение существенных вопросов. А для этого необходимо определить, какую информацию страны готовы предоставлять, какую информацию целесообразно запрашивать, и какая информация может быть использована в нашем глобальном экономическом и финансовом анализе.

Нет явной причины рассматривать продолжающееся существование этих фондов как дестабилизирующее или вызывающее беспокойство явление. Более того, МВФ настоятельно рекомендовал экспортерам невозобновляемых ресурсов создавать именно такие фонды «на черный день».

Итак, суверенные фонды накопления богатства — важные участники рынка в XXI веке. Хеджевые фонды, несмотря на рост их значимости в этом столетии, в определенном смысле являются возвратом в конец XIX века, когда крупные запасы частного капитала перемещались по миру с нерегулируемой легкостью — и, как правило, способствовали продолжительному глобальному подъему, быстрому росту производительности во всем мире, а также, в довольно большом числе случаев, кризисам. Что происходит, когда государство XXI века встречается с частным сектором XIX века? Посмотрим, каков будет результат. ■