

Фонды национального благосостояния В НОВЫХ НОРМАЛЬНЫХ УСЛОВИЯХ

Нефтяной завод в Эль-Джубайле, Саудовская Аравия.

Мохамед Эль-Эриан

В условиях, когда глобальный финансовый кризис отступает, государственные инвестиционные компании находятся в благоприятном положении, чтобы использовать новые возможности и преодолевать меняющиеся риски

ФОНДЫ национального благосостояния, по сути инвестиционные фонды государства с длительным горизонтом планирования, относятся к инвесторам, которые лучше всего оснащены для деятельности на финансовых рынках после глобального кризиса. Однако они также сталкиваются с потенциальными трудностями в прокладывании курса в глобальной экономике, которая, прежде чем стабилизируется, скорее всего, в течение нескольких лет будет характеризоваться потрясениями.

То, как эти фонды будут преодолевать такие трудности, напрямую скажется на результативности инвестирования ими национального богатства на благо текущего и будущих поколений. Это также повлияет на их вклад в стабилизацию подвижной мировой экономики, которая будет испытывать многолетние значительные изменения, воздействующие на системные движущие силы роста, занятости, богатства и благосостояния.

В настоящей статье рассматриваются три важнейших темы: ситуация фондов национального благосостояния накануне глобального финансового кризиса, их сегодняшняя ситуация и значение для будущего.

Когда разразился кризис

Ситуация фондов национального благосостояния как группы перед самой тяжелой фазой недавнего глобального финансового кризиса и последовавшими мировыми экономическими и социально-политическими потрясениями определялась следующими тремя основными факторами.

- В соответствии со своими характеристиками «терпеливого капитала» и долгосрочной ориентацией фонды национального благосостояния постепенно осваивали более смелый метод инвестирования, предусматривавший принятие значительно больших позиций, подверженных риску ликвидности и фондовому риску.

- Фонды проявляли большую осведомленность о чувствительности в некоторых промышленно развитых странах к иностранной собственности на отечественные физические активы. Проявлением этой осведомленности было совместное соглашение о добровольном своде принципов (известных также как «Принципы Сантьяго»), где подчеркиваются прозрачные и прочные структуры управления, надлежащие требования в отношении регулирования и раскрытия информа-

ции, а также методы инвестирования и управления рисками, основанные на коммерческих началах.

• Они действовали в весьма благоприятной внутренней среде, которой способствовал бурный рост внутренней экономики, продолжающееся накопление крупных международных резервов и легкий доступ к кредиту.

Считалось, что каждый из этих факторов соответствовал обеспечению со временем более высокой прибыли с учетом риска. Они также отражали широко распространенную тогда точку зрения (как в частном, так и в государственном секторе) о циклической и долгосрочной «великой умеренности» в экономической и политической сфере. Если быть немногословным, то этот период характеризовался условиями как в сказке про Златовласку (не слишком жарко, не слишком холодно).

Нарушение потока глобальной ликвидности и финансирование, последовавшее за крахом Уолл-стритовской инвестиционной фирмы Lehman Brothers в сентябре 2008 года, застало фонды национального благосостояния в целом врасплох, как практически любой другой сектор финансовой сферы и сферы экономической политики. Практически в одночасье, когда все большее число рынков охватывал паралич, инвесторы во всем мире столкнулись с резким изменением цен на все факторы риска — особенно процентов по ликвидным средствам. В результате рынки по всему миру испытали в разной, но существенной степени «внезапную остановку».

В условиях, когда глобальный сектор финансовых услуг был в эпицентре бури, прямые авуары фондов национального благосостояния в финансовых компаниях подверглись особенно мощному давлению, особенно после того как некоторые фонды ранее предприняли вливание капитала в крупные западные банки. В то же время, некоторые фонды национального благосостояния, вместо того чтобы продолжать получать крупные потоки новых средств, столкнулись с требованиями о поддержке других национальных (и в некоторых случаях — региональных) структур, испытывавших внезапные и острые потребности в денежных средствах.

Исчезновение прибыли от инвестиций

В результате за шестимесячный период, закончившийся в марте 2009 года, произошло радикальное изменение в ситуации фондов национального благосостояния: прибыль от инвестиций стала резко отрицательной; для управления рисками еще большую остроту и приоритетность приобрел вопрос об управлении наличностью, залоговым обеспечением и рисками контрагентов; появились некоторые изолированные сложности с ликвидностью; основные стратегические решения были отложены до возникновения большей ясности относительно глобальной финансовой системы и направления ее динамики.

В более общем плане парализация глобальных рынков в целом привела к паузе в долгосрочной эволюции управления активами и обязательствами в странах с формирующимся рынком — в рамках этого процесса ряд системно значимых стран и регионов последовательно продвигался от запоздалого признания улучшения их ситуации к выкупу долговых обязательств, а затем к более продвинутым методам управления активами. До тех пор пока страны с формирующимся рынком не получили более четкого представления о том, какими могут быть изменения в мировой экономике, некоторые из них сочли лучше всего подождать с дальнейшими этапами собственного развития, которые часто предусматривали серьезные сдвиги в методах управления их экономикой (в том числе выраженный переход от прямого контроля к более широкому использованию косвенных инструментов).

Произошло также существенное изменение в восприятии фондов национального благосостояния во многих промышленно развитых странах. Особенно примечательно то, что страны, которые раньше предостерегали фонды от прямого участия в отечественных компаниях, стали активно до-

бавляться инвестициями фондов национального благосостояния для противодействия весьма разрушительному воздействию снижению доли заемных средств частным сектором (сокращению активов) в своих странах. Роли изменились. Власти стали привлекать фонды национального благосостояния для содействия рекапитализации компаний, переживающих трудности, — либо за счет вливания новых денежных средств, либо путем обмена более привилегированных требований к этим компаниям на инструменты на более низком уровне в структуре капитала компаний.

Фонды национального благосостояния сегодня

С какими основными проблемами сталкиваются фонды национального благосостояния в условиях, когда глобальный финансовый кризис отступает? Для ответа на этот вопрос необходимо внимательно посмотреть на ситуацию в мировой экономике и определить вероятное направление изменений.

Благодаря крупномасштабному вливанию капитала и ликвидности государственным сектором, предпринятому в рамках отчаянных антикризисных действий в основном в странах с развитой экономикой, ситуация в глобальной финансовой системе стала нормализоваться в 2009 году. Важнейшие финансовые рынки — особенно рынки краткосрочного финансирования и управления ликвидности — стали вновь бесперебойно работать; компании могли получить доступ к новым средствам благодаря выпуску облигаций; вернулось доверие к определенному, хотя и сокращенному диапазону контрагентских отношений.

Ядро глобальной финансовой системы преодолело масштабный паралич, возникший после 15 сентября 2008 года, — дня, когда наступил крах фирмы Lehman Brothers. Это хорошая новость, и этот успех явился результатом решительных и нешаблонных мер политики.

Некоторые фонды национального благосостояния уже проделали большой путь к разработке и воплощению перспективных стратегий распределения активов на глобальной основе.

Однако ввиду тяжести глобального финансового кризиса 2008–2009 годов решительные антикризисные меры не смогли полностью нейтрализовать ущерб другим компонентам мировой экономики. Пострадали экономический рост и международная торговля, увеличилась безработица, отдельные страны испытали особенно сильный удар, что резко отличалось от прошлых кризисов.

Решительные антикризисные меры также неизбежно повлекли за собой риски и нежелательные последствия. Некоммерческие соображения стали сказываться на работе и стоимостных оценках важных рынков, в том числе сегмента обеспеченных ипотекой обязательств в США. Балансы центральных банков быстро увеличились за счет активов, приобретенных у частного сектора. Государственный долг стремительно возрос, поскольку правительства безудержно тратили огромные средства для поддержки экономики в условиях снижения налоговых доходов. Эти элементы непреднамеренных последствий сами по себе стали важными факторами, влияющими на рынки и экономику стран. Только посмотрите, что случилось в Европе, где долговой кризис превратился в региональные потрясения, потребовавшие крупномасштабных антикризисных мер со стороны Европейского союза

и Европейского центрального банка при значительном содействии Международного Валютного Фонда.

Глобальный финансовый кризис сменила следующая фаза многолетнего процесса серийных потрясений балансов. Опасения относительно частного сектора сменились большей обеспокоенностью балансами государственного сектора в промышленно развитых странах, причем вполне обоснованной. Речь идет о суверенных рисках. Система регулирования меняется. Целостность важнейших институтов находится под угрозой. Высокий уровень структурной безработицы создает экономические, политические и социальные проблемы.

Новые нормальные условия

Крупномасштабное увеличение государственной задолженности, в абсолютном выражении и как доля ВВП, является важным компонентом того, что мы в PIMCO именуем «новыми нормальными условиями». Хотя слишком рано предсказывать, каким будет каждый элемент новых нормальных условий, некоторые из них уже заметны.

Важные изменения в предстоящие три-пять лет, скорее всего, будут включать:

- снижение трендовых темпов экономического роста в странах, которые сделали большую ставку на финансовый сектор;
- устойчиво высокую безработицу в промышленно развитых странах, за которой последует постепенное возвращение к более высокому естественному уровню безработицы в условиях более хрупких систем социальной защиты;
- резкое смещение акцентов с беспрепятственной рыночной деятельности на большее вмешательство государства;
- выраженные растущие различия между основными странами и странами на периферии, особенно в зоне евро;
- разумное снижение рисков как в видах деятельности, так и балансах банков по инициативе органов регулирования.

В целом глобальный финансовый кризис 2008–2009 года ознаменовал собой драматичное окончание великой эпохи права на заемные средства, кредит и долг, когда люди считали себя вправе делать большие покупки на основе ожидаемых доходов в отдаленном будущем и надежд на значительное повышение цен. Экономика, где ведущую роль играет финансовая система, уже не считается более высокой и более стабильной фазой развития. В условиях, когда несколько системно значимых стран с формирующимся рынком преодолевают отставание в развитии, мир должен найти способы создать возможности для долгосрочной переориентации экономики.

Эти новые нормальные условия дополнительно размоют традиционные различия между промышленно развитыми странами и странами с формирующимся рынком. Скорее всего, это также будет связано с постепенным изменением в аналитической характеристике США — от страны, которая действует в основном как крупная и закрытая экономика, к стране с более открытой экономикой, которая больше подвержена воздействию изменений в остальном мире.

Глобальный финансовый кризис также подорвал статус англо-саксонской экономической модели, в которой выделялись либерализация, дерегулирование, взаимосвязанность и неограниченные рынки, и доверие к ней. Эта модель действовала в качестве мощного магнита для глобального сближения. Ввиду отсутствия другого мощного магнита для сближения большее давление в новых нормальных условиях может приостановить или даже повернуть вспять некоторые аспекты глобализации.

Последствия для государственных инвесторов

Эти факторы в совокупности представляют собой важное изменение в рабочей среде для глобальных инвесторов, в том числе для фондов национального благосостояния. Они требуют некоторого пересмотра инвестиционных стратегий и управления риском, а также деловых и других оперативных

стратегий. Им потребуется трудная адаптация для создания оптимального сочетания людских, технологических и аналитических ресурсов, а также лучшего обмена информацией с экономическими и политическими заинтересованными группами (в том числе с политическими спонсорами и обществом в целом).

Фонды национального благосостояния обладают преимуществом в преодолении ухабистой дороги к новым нормальным условиям: их стабильный и терпеливый капитал и долгосрочная ориентация в инвестиционных целях открывают для них отличные возможности для того, чтобы сделать первый шаг. Более того, вопрос заключается не в том, может ли этот пул терпеливого капитала проводить новаторскую стратегию. Да, может, но захочет ли он это сделать? Требования к операционным процессам проверят гибкость реагирования структур управления фондов национального благосостояния, прочность их инвестиционных процессов и результативность их внутреннего и внешнего обмена информацией.

Структуры управления должны будут реагировать на сочетании циклических и долгосрочных изменений и переходить со временем от «обороны» к «наступлению».

На самом фундаментальном уровне организациям потребуются четкие общие указания от своих органов управления, с тем чтобы менеджеры фондов национального благосостояния могли распределять свои активы на перспективной и долгосрочной основе, базирующейся на надежных методах управления денежными средствами, ликвидностью, рисками контрагентов и залоговым обеспечением.

Более того, целостные системы управления рисками должны дополнять традиционную диверсификацию по классам активов целенаправленным и экономичным управлением рисками больших отклонений — событий, которые являются редкими, но влекут за собой катастрофические последствия.

Органам управления фондов национального благосостояния придется полагаться на менеджеров и сотрудников, вооруженных перспективными аналитическими средствами и технологией. Они также должны играть более важную роль в защите фондов от требований о поддержке некоммерческих видов деятельности — внутреннего, регионального и международного характера.

Гибкие структуры, регулирующие важнейшие области управления инвестициями, не могут быть созданы за один день. Они требуют значительной и последовательной работы над процессами, которые могут привести к созданию необходимых систем, и, в результате, обеспечить инвестиционные решения, характеризующиеся достаточно высокой степенью убежденности и обоснованности.

Умелое лавирование в ходе бурного путешествия к новым нормальным условиям требует, прежде всего, прочной защиты в форме осмотрительного управления денежными средствами, ликвидностью, рисками контрагентов и залоговым обеспечением. Как только эта цель будет достигнута, инвесторы могут с большей уверенностью использовать возможности, которые хорошо сочетаются с большей способностью фонда национального благосостояния принимать на себя риски ликвидности. Например, когда стоимостные оценки уже нарушены, повышение цен может быть совместимым с реальностью новых нормальных условий. Существуют заметные краткосрочные каталитические факторы, которые сопровождают повышение цен и уменьшают разрыв стоимостных оценок, обусловленных техническими и фундаментальными факторами.

Как это замечательно отразил Дональд Салл (Sull, 2009) из Лондонской школы бизнеса в своей подробной работе, готовность к новым нормальным условиям также требует *институциональной приспособляемости и маневренности*.

На бумаге фонды национального благосостояния превосходят многих других инвесторов по своей приспособляе-

мости и маневренности. Например, не имея предпочтений в отношении внутреннего рынка, которые заставляют многих инвесторов заниматься в основном внутренними ценными бумагами, некоторые фонды уже проделали большой путь к разработке и воплощению перспективных стратегий распределения активов на глобальной основе.

Эти соображения не должны никогда упускать из виду, что фонды национального благосостояния действуют в сложной социально-политической среде внутри своих стран и за рубежом. Поэтому они должны пользоваться доверием своих политических спонсоров и общества в целом. Более того, это критически важно для подразумеваемого договора о создании структуры по управлению инвестициями в государственном секторе.

Обмен информацией все чаще признается как необходимое условие общественной поддержки как в хорошие времена, так и в плохие. Мировой финансовый кризис подчеркнул важность создания надлежащей среды для политиков и других наблюдателей в том, чтобы оценивать, что происходит в портфелях фондов национального благосостояния. Это требует более высокой степени раскрытия информации, чем традиционно, и несколько таких фондов уже расширили свою деятельность в этом плане.

Надлежащий обмен информацией и законодательные барьеры должны свести к минимуму риск того, что группы с особыми интересами неправомерно захватят контроль над фондами национального благосостояния. Важнейшее условие заключается в более четком распространении своевременной информации о целях, общей стратегии и среднесрочных параметрах оценки таких фондов.

Необходимое переоснащение

После глобального финансового кризиса мир находится в разгаре серьезных циклических нарушений и крупных дол-

госрочных сдвигов. Ухабистый путь к новым нормальным условиям означает, что практически каждый сегмент мировой экономики должен пройти переоснащение.

Хотя фонды национального благосостояния не смогли полностью обойти глобальный финансовый кризис, они успешно оправались и как группа вполне готовы двигаться вперед по пути к новым условиям и свершениям. Действительно, терпеливый характер их крупных пулов капитала и долгосрочный характер их объективных функций являются лучшим набором инвестиционных характеристик практически для всех глобальных инвесторов.

Реализация их преимущества далеко не является гарантированной или автоматической. Успех требует постоянного совершенствования гибкого реагирования фондов национального благосостояния на проблемы в сфере управления, инвестиционных процессов и обмена информацией.

Такие улучшения обеспечить непросто. Они могут потребовать, чтобы эти фонды вышли за привычные удобные рамки деятельности, и это может быть сопряжено с риском. Однако, ввиду масштабов продолжающихся и будущих изменений в мировой экономике, другой вариант — возврат к прежним методам работы, опирающимся на прошлое, — был бы еще более рискованным. ■

Мохамед Эль-Эриан является сопредседателем и соруководителем инвестиционной деятельности PIMCO, глобальной компании по управлению инвестициями. В настоящей статье выражаются мнения автора, которые необязательно совпадают с взглядами PIMCO.

Литература:

Sull, Donald, 2009, The Upside of Turbulence: Seizing Opportunity in an Uncertain World (London: Harper/Collins Press).

КНИЖНЫЙ МАГАЗИН МВФ



Англо-французско-русский глоссарий МВФ, 2-е издание

Подготовлен Службой переводов МВФ

Глоссарии МВФ содержат наиболее полезные термины для перевода материалов МВФ. Основную часть каждого глоссария составляют термины, фразеологические сочетания и названия организационных структур в таких областях, как макроэкономика, денежно-банковская сфера, государственные финансы, налогообложение, платежный баланс, статистика, бухгалтерский учет и экономическое развитие. В глоссариях МВФ содержится терминология, связанная с организационной структурой и деятельностью МВФ, а также термины из «Статей

соглашения», «Регламента, правил и положений» и других основных документов МВФ.

35 долларов США. Издание в бумажной обложке.

ISBN 1–58906–353–8. Stock# GLORA2005001

Глоссарий можно заказать через Интернет по адресу www.imfbookstore.org/glossaries