

## Мировой финансовый рынок на современном этапе: рост инвестиционной активности развивающихся стран

Одной из важнейших тенденций развития мирового рынка капитала в последние годы стало заметное изменение роли ведущих развивающихся стран, включая Россию, в системе глобальных финансовых потоков. Эти государства, традиционно позиционировавшиеся главным образом как реципиенты инвестиций из более богатых западных стран, сегодня постепенно превращаются в крупных экспортеров капитала, активно вкладывающих средства в предприятия и финансовые активы по всему миру. Данная трансформация отражает общее укрепление позиций развивающихся государств в мировой экономике и финансах на современном этапе, определяемое быстрым возрастанием их экономической мощи и инвестиционного потенциала. Учитывая новые возможности и задачи, стоящие перед национальной экономикой, ряд развивающихся стран выработали и последовательно реализуют комплексную стратегию международного инвестирования, исходящую из долгосрочных приоритетов их социально-экономического развития.

Значительная часть зарубежных инвестиций развивающихся стран осуществляется через созданные ими суверенные фонды, в которые направляются избыточные поступления от национального экспорта. Активы этих фондов быстро растут, постепенно изменяется и их финансовая политика, которая становится все агрессивной, нацеленной на повышение доходов от инвестиций. Деятельность этих фондов сегодня вызывает оживленную дискуссию в западных странах, с одной стороны, заинтересованных в получении средств фондов, с другой стороны, озабоченных их непрозрачностью и возможным наличием политических мотивов в инвестиционных решениях.

*Д.И. Кондратов*

УДК 339.7  
ББК 65.268  
К-642



**ДИНАМИКА МИРОВОГО РЫНКА КАПИТАЛА И ПОЗИЦИИ НА НЕМ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН**

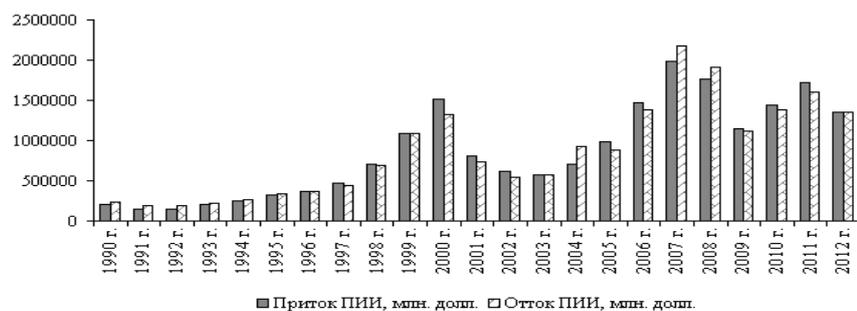
Характерной особенностью развития мировой экономики на современном этапе стал быстрый рост трансграничных потоков капитала. Так, по данным ЮНКТАД, в 1990-2011 гг. объем притока иностранных инвестиций (ПИИ) увеличился в 7,2 раза, даже несмотря на резкий спад в начале 2000-х годов и 2008-2009 гг., вызванный финансовыми кризисами сначала в Юго-Восточной Азии, а впоследствии в США и в целом в мировой экономике. Одновременно ускоренными темпами росли внешние банковские активы и объем международного рынка облигаций. По статистике Банка международных расчетов, в 1990-2012 гг. они увеличились соответственно в 5,54 раза (до 29,41 трлн долл. на конец 2012 г.) и 12 раз (до 51,39 трлн долл.). Для сравнения, мировой ВВП за тот же период только в 1,8 раза, то есть динамика финансовых трансакций между странами в несколько раз опережала показатели роста мировой экономики в целом.

Увеличение объемов международного инвестирования является одним из наиболее заметных проявлений глобализации мировой экономики и финансовой сферы, стремительно развивающейся с начала 1990-х годов прошлого века. К числу основных факторов, стимулирующих процессы финансовой глобализации, относятся:

- ◆ либерализация трансграничного движения капитала, произошедшая во всех развитых и многих развивающихся странах мира;
- ◆ практически полное снятие барьеров в международной торговле финансово-банковскими услугами в рамках Всемирной торговой организации;
- ◆ бурный прогресс информационных технологий, создающий техническую возможность для осуществления финансовых операций по всему миру.

Рисунок 1

**Динамика мирового рынка прямых иностранных инвестиций, 1990-2012 гг.**



**Источник:** UNCTAD (<http://unctad.org/en/Pages/Statistics.aspx>) и данные Организации экономического сотрудничества и развития (<http://stats.oecd.org/index.aspx?#>)

Помимо увеличения объемов трансграничного финансирования, в последние годы происходят серьезные изменения в региональной структуре движения инвестиций, определяемые прежде всего более активным в этих процессах ведущих развивающихся стран, причем не только в качестве реципиентов ресурсов, но и как все более значимых инвесторов на мировых рынках капитала. В частности, согласно статистике Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), доля развивающихся государств в финансировании прямых инвестиций за рубежом в 1990-2012 гг. выросла более чем в 3 раза с 5,2% до 15,8%. Всего, по данным Международного валютного фонда (МВФ), в 1995-2012 гг. вывоз капитала из развивающихся стран увеличился в 7,2 раза и достиг к концу 2012 г. 1353 млрд долл. В то же время показатели притока инвестиций выросли только в 3,3 раза до 1067 млрд долл. В результате развивающиеся страны из чистых импортеров капитала превратились в 2000-е годы в его нетто-экспортеров (см. рисунок 1).

Расширение международной инвестиционной активности развивающихся стран определяется в первую очередь быстрым ростом их экономики и национального экспорта. Среднегодовые темпы увеличения ВВП указанных стран в 2000-2012 гг. составили 6,1%, более чем в 4 раза опережая рост экономики развитых государств. По статистике ОЭСР, в 2012 г. развивающиеся страны обеспечили около двух третей прироста реального мирового производства, а совокупная доля этих стран в глобальной экономике достигла 43,6%.

Благодаря высокой динамике экспорта, составлявшей в 2000-2012 гг. в среднем 9,8% в год, развивающимся странам удалось более чем в пять раз увеличить свои валютные резервы, общий размер которых, по данным национальным статистическим агентствам, достиг в 2012 г. 4,79 трлн СДР. Крупнейшими валютными резервами в мире обладает Китай (2,167 трлн СДР в 2012 г.). К мировым лидерам по этому показателю относятся также страны Ближнего Востока (684,56 млрд СДР), Индия (270,58 млрд СДР) и Бразилия (240,45 млрд СДР). По прогнозу МВФ, к концу 2015 г. валютные резервы развивающихся стран вырастут еще почти в полтора раза и составят 7,1 трлн СДР, что, безусловно, еще более повысит их инвестиционный потенциал (см. рисунок 2).

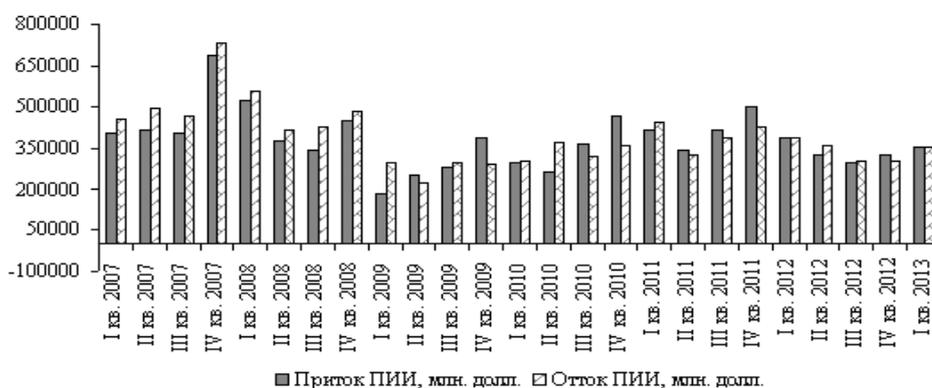
В результате стремительного роста резервов Китай сегодня стал одним из крупнейших инвесторов в мире, на которого, по статистике ОЭСР, в 2012 г. приходилось 12,4% глобального чистого экспорта капитала. Кроме того, в число ведущих экспортеров ресурсов входят нефтедобывающие страны Персидского залива (Саудовская Аравия, Кувейт и Катар), а также Россия и некоторые другие развивающиеся страны (см. рисунок 3).

Большая часть (около 70%) инвестиций из развивающихся стран в настоящее время приходится на государственные капиталовложения, осуществляемые при размещении быстро растущих валютных запасов, а также активов суверенных инвестиционных фондов, в которые многие страны направляют часть избыточ-



ных бюджетных доходов. Валютные резервы преимущественно вкладываются в высоконадежные финансовые инструменты (государственные, муниципальные и корпоративные облигации, банковские депозиты) США, стран зоны евро и Великобритании. Инвестиции суверенных фондов имеют более диверсифицированный характер, включая акции, доли участия, недвижимость. Еще порядка 15-17% экспорта капитала из развивающихся стран приходится на размещаемые за рубежом кредиты и депозиты негосударственных финансовых институтов.

*Рисунок 1 (продолжение)*  
**Динамика мирового рынка прямых иностранных инвестиций, 2007-2013 гг.,  
поквартальная динамика**



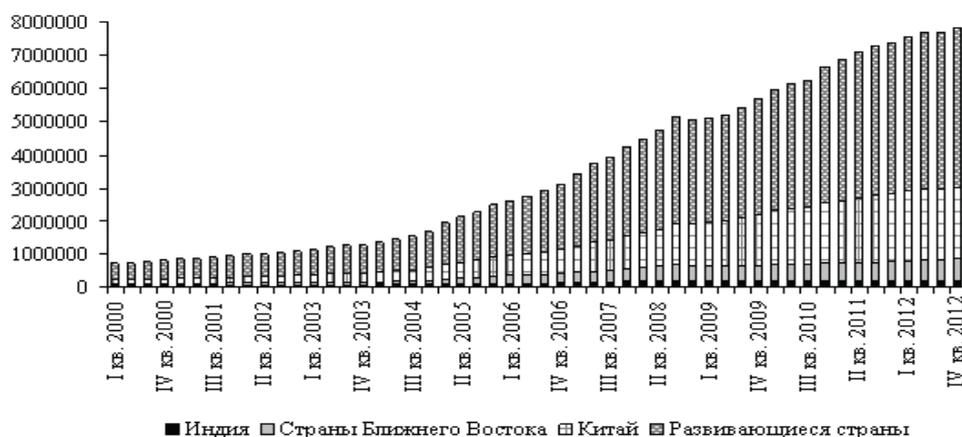
**Источник:** данные Организации экономического сотрудничества и развития (<http://stats.oecd.org/index.aspx?#>)

### ПРЯМЫЕ ИНВЕСТИЦИИ ИЗ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН

Наряду с государственными и частными вложениями в финансовые активы в последние годы уверенно росли и прямые инвестиции из развивающихся государств. Их годовой объем, начиная с 1990 г., увеличился, по данным ЮНКТАД, почти в 20 раз и составил в 2011 г. 383,75 млрд долл. Показатель накопленных за рубежом ПИИ вырос за тот же период в 12 раз со 146 до 3705 млрд долл. К числу лидеров по прямым инвестициям относятся Гонконг, страны БРИКС, а также Сингапур, Мексика и некоторые страны Ближнего Востока.

Рисунок 2

**Динамика валютных резервов развивающихся стран в 2000-2012 гг., млн долл.**



**Источник:** International Financial Statistics, 2013 (<http://elibrary-data.imf.org/FindDataReports.aspx?d=33061&e=169393>).

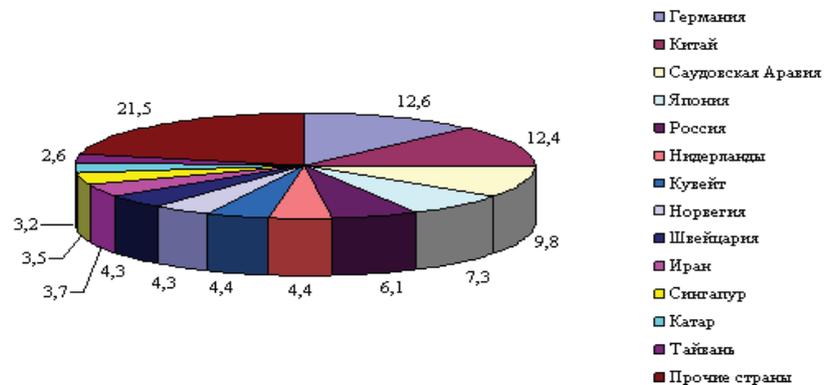
Наращиванию прямых инвестиций способствует, в первую очередь, укрепление корпоративного сектора крупнейших развивающихся стран. Благодаря устойчиво высокому внутреннему спросу и благоприятной внешнеэкономической конъюнктуре, в том числе на мировых финансовых рынках, компании из этих стран накопили значительные финансовые ресурсы, позволяющие им проводить активную международную экспансию, вкладывая средства в создание и покупку зарубежных филиалов и дочерних предприятий [16, С. 20-22].

В 2012 г. около 20 тыс. компаний из развивающихся стран имели дочерние структуры за рубежом (в 1992 г. таких компаний было в пять раз меньше), причем более 100 из них располагали иностранными активами, превышающими 1 млрд долл., входя по этому показателю в число ведущих корпораций мира. Как отмечается в Докладе о мировых инвестициях – 2012, подготовленном ЮНКТАД, транснациональные компании из развивающихся государств в своей деятельности охватывали максимально широкий диапазон отраслей, не концентрируясь, как можно было бы ожидать, в добывающей промышленности. Так, в список 100 крупнейших ТНК из развивающихся стран по итогам 2011 г. входили только 18 сырьевых предприятий, в то время как количество компаний, работающих в сфере телекоммуникаций и производстве электроники, превышало 25.



Рисунок 3

Крупнейшие страны – нетто экспортеры капитала в 2012 г., % к итогу



Источник: International Financial Statistics, 2013 (<http://elibrary-data.imf.org/FindDataReports.aspx?d=33061&e=169393>).

Прямые инвестиции из развивающихся стран идут как в новые проекты и предприятия (Greenfield projects), так и на покупку действующих компаний. В 2011 г. число новых проектов с участием компаний из этих стран достигло 2678, увеличившись по сравнению с 2002 г. почти в три раза. Все более заметны предприятия из развивающихся государств и на рынке международных сделок M&A, общий объем которого в 2005 г. составил 638,0 млрд долл., а в 2011 г. – около 832,2 млрд долл. По различным оценкам, сумма сделок, в которых указанные компании выступили в качестве покупателя, в 2011 г. превысила 103 млрд долл.

Примечательно, что компании из бывших стран «третьего мира» в последние годы стремятся все более активно инвестировать в иностранные высокотехнологичные предприятия, используя в дальнейшем приобретаемые технологии и ноу-хау для развития внутренних производств. Одним из примеров – покупка в начале 2008 г. индийским автоконцерном Tata Motors у американской корпорации Ford за 2,8 млрд долл. двух известных английских компаний Land Rover и Jaguar, включая их исследовательские центры. В результате сделки индийская компания получила доступ к современным технологиям по производству двигателей, на самостоятельную разработку которых ей могли бы потребоваться годы. В Великобритании данное событие было оценено как «символическое», отражающее происходящую смену лидеров в мировой экономике в пользу новых стран, включая Индию.

Необходимо, однако, отметить, что прямые инвестиции из развивающихся государств в высокотехнологичные отрасли, а также инфраструктурные и некоторые

другие активы, направляемые в США и ЕС, в последнее время сталкиваются с растущим противодействием со стороны властей этих стран, которые с подозрением относятся к подобным капиталовложениям, усматривая в них потенциальную угрозу для национальной экономики и оборонной сферы. Характерна в этой связи позиция США, принявших в 2007 г. новый закон об иностранных инвестициях и национальной безопасности, ужесточивший правила допуска зарубежных инвесторов в капитал американских компаний. В соответствии с законом, иностранным покупателям может быть отказано, если имеются достоверные свидетельства того, что ими могут быть предприняты действия, угрожающие национальной безопасности США. На основании данного закона, допускающего самое широкое толкование, уже был заблокирован ряд крупных сделок с участием инвесторов из развивающихся стран. Так, в начале 2008 г. крупной китайской компании Huawei Technologies было отказано в приобретении миноритарного пакета акций компании 3Com, занимающейся компьютерными разработками, даже несмотря на то, что по условиям сделки покупатель не получал доступа к секретным разработкам 3Com. Возможность принятия аналогичных нормативных актов, создающих формальную основу для недопущения нежелательных инвестиций, в настоящее время активно прорабатываются в ЕС.

В условиях усиления протекционизма и глобальной конкуренции за все виды перспективных ресурсных и промышленных активов, все большее количество развивающихся стран используют практику активной государственной поддержки прямых инвестиций национальных компаний. Причины заинтересованности государств в развитии и регулировании этого направления внешнеэкономической деятельности понятны – эффективные капиталовложения в иностранные предприятия и проекты обеспечивают доступ к новым источникам ресурсов и технологиям, более глубокую интеграцию национального хозяйства в мировое, а также улучшение платежного баланса страны за счет увеличения поступлений по статье «доходы от инвестиций». Обычно используются следующие формы государственного содействия прямому инвестированию за рубеж:

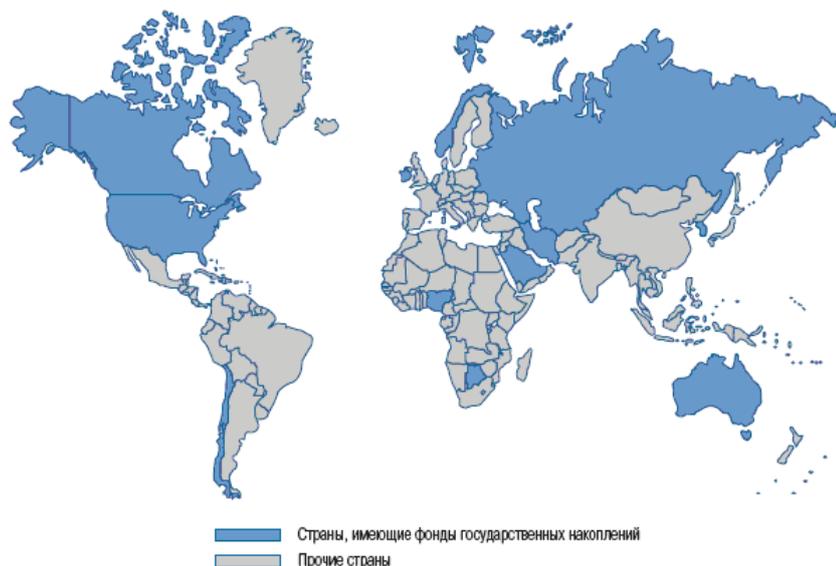
- ▶ оказание политической и административной поддержки приоритетным инвестиционным сделкам со стороны руководства страны;
- ▶ государственная финансовая поддержка прямых инвестиций путем предоставления национальным компаниям кредитов, гарантий и страховок для осуществления международных операций, а также, в некоторых случаях, совместного инвестирования государством и частным капиталом в зарубежные активы (такая практика, в частности, существует в Бразилии, Сингапуре, Марокко);
- ▶ заключение двусторонних межгосударственных соглашений о поощрении и взаимной защите капиталовложений, улучшающих режим обращения национального капитала в других странах (например, у Китая такие соглашения в 2012 г. были заключены со 120 государствами);



► предоставление налоговых льгот и преференций для компаний, осуществляющих зарубежные капиталовложения.

Рисунок 4

**Фонды государственных накоплений (или аналогичные структуры)**



**Источник:** Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. – М.: Банк России, 2007. Выпуск 4. С. 44.

Наиболее активно внешнюю экспансию своих компаний поддерживают Китай, Индия, Малайзия, ЮАР, Бразилия и Мексика [1, Р. 27-52]. Указанные страны выработали и последовательно реализуют системные стратегии расширения международного бизнеса национальных предприятий, основанные на общих приоритетах их социально-экономического развития. Так, в Китае в 2000 г. был провозглашен переход к активной внешнеэкономической стратегии «идти во вне» («Going Global»), основными целями которой были определены, в том числе, освоение природных ресурсов других государств и формирование собственных транснациональных корпораций, способных эффективно участвовать в усиливающейся глобальной конкуренции [2, Р. 220]. Для стимулирования прямых инвестиций за рубеж используется разнообразный инструментарий, в том числе долгосрочное кредитование и страхование международных сделок и проектов китайских компаний Экспортно-импортным банком Китая и государственной страховой компанией Sinosure. Приоритет отдается проектам, расширяющим доступ национальных

предприятий к природным ресурсам, особенно энергетическим, а также иностранным исследованиям и технологическим разработкам.

При этом возможность осуществлять зарубежные капиталовложения в Китае имеют не только крупнейшие китайские корпорации, но и средние предприятия, что обеспечивает высокую географическую и отраслевую диверсификацию инвестиций, повышая их экономическую эффективность. Во многом благодаря целенаправленной государственной политике ежегодный экспорт прямых инвестиций из Китая вырос с 915 млн долл. в 2000 г. до 43 млрд долл. в 2011 г., а объем накопленного за рубежом капитала – с 27,76 млрд долл. до 365,98 млрд долл.

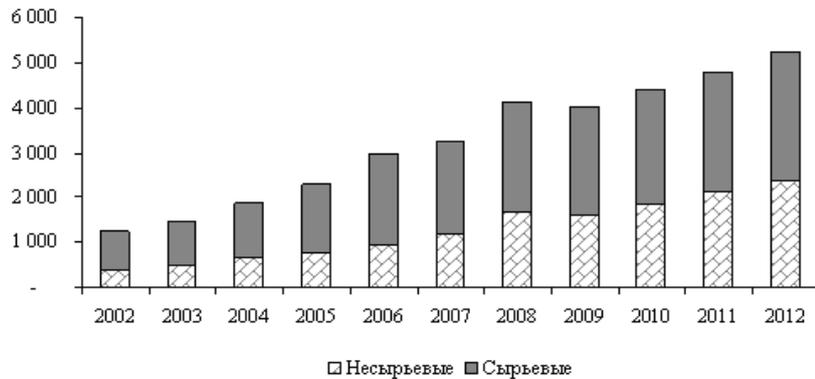
### ВИДЫ И ДИНАМИКА АКТИВОВ СУВЕРЕННЫХ ФОНДОВ

В последние годы все большее значение для мирового рынка капитала приобретает деятельность суверенных инвестиционных фондов (СИФ), называемых также фондами национального благосостояния (Sovereign Wealth Funds – SWF). Такие фонды сегодня сформированы более чем в тридцати странах мира, главным образом, развивающихся, с целью аккумуляции и долгосрочного инвестирования части валютных резервов и избыточных бюджетных доходов, получаемых от экспорта сырья и другой продукции (см. рисунок 4). По своему назначению фонды обычно разделяют на стабилизационные, призванные смягчать неблагоприятные последствия для национальной экономики в случае ухудшения мировой экономической конъюнктуры, например, снижения цен на экспортируемое сырье, и сберегательные, позволяющие накапливать государственные ресурсы для решения долгосрочных социально-экономических задач [3]. На практике, однако, фонды многих стран являются многоцелевыми и не могут быть однозначно отнесены к одной из указанных групп. Средства СИФов вкладываются в различные зарубежные и внутренние активы, в том числе акции, доли участия в предприятиях, недвижимость и т.д. СИФы могут функционировать как в виде юридически обособленной имущественной массы, находящейся под управлением национальных финансовых властей или привлеченных управляющих организаций, так и в качестве самостоятельных институтов. Контроль над фондами, как правило, управляет государство [14, С. 55; 15, С. 24].

В том или ином виде СИФы существуют с 1950-х годов прошлого века. Более трети ныне действующих фондов было создано до 1990 г. В последние годы появление новых фондов и рост их активов значительно ускорилось, что было обусловлено быстрым наращиванием торгового профицита и валютных резервов в ряде стран – крупнейших экспортеров, в первую очередь азиатских и ближневосточных [12, С. 95-96]. Если в начале 1990-х годов в мире насчитывалось двадцать СИФов с суммарными активами в 500 млрд долл., то к концу 2012 г. число фондов удвоилось, а их общие активы увеличились более чем в 10 раз до 5,2 трлн долл. Только в 2012 г. активы фондов выросли в общей сложности на 8% (см. рисунок 6).



**Динамика активов суверенных инвестиционных фондов в 2002-2012 гг., млрд долл.**



**Источник:** The CityUK (<http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/sovereign-wealth-funds-2012/>)

Большинство аналитиков прогнозирует сохранение высоких темпов роста СИФов в ближайшие годы. В частности, по оценке Лондонского международного агентства по финансовым услугам (International Financial Services, London), к 2015 г. совокупный объем активов суверенных фондов достигнет 10 трлн. долл., а к 2020 г. – превысит 13-15 трлн долл. Эксперты Deutsche Bank настроены более осторожно: они ожидают увеличения общих активов фондов до 8 трлн. долл. в течение ближайших 5 лет и превышения ими отметки в 12 трлн долл. через 10 лет.

Традиционно основной объем активов суверенных фондов приходится на так называемые сырьевые фонды, формирующиеся главным образом за счет доходов от экспорта нефти и газа. К ним относятся фонды стран Персидского залива, а также Норвегии, России, Нигерии, Венесуэлы, Индонезии и некоторых других государств, активно вывозящих сырье [13, С. 140]. Такие фонды создаются как для поддержания финансово-экономической стабильности государств-экспортеров в случае резкого снижения мировых цен на энергоресурсы, так и с целью обеспечения будущих поколений дополнительными источниками доходов при истощении природных запасов. Благодаря быстрому росту мировых цен на нефть активы сырьевых фондов за последние 10 лет удвоились, в том числе за последние 3 года они увеличились примерно на 18%. В 2012 г. активы сырьевых фондов составили 2,850 трлн долл., или почти 60% общего объема накоплений СИФов.

Вместе с тем все больший вес приобретают суверенные фонды минерального происхождения, формируемые государствами за счет доходов от экспорта не-

сырьевой продукции, а также бюджетных и налоговых поступлений, пенсионных резервов и средств, полученных от приватизации. В 2012 г. совокупные активы таких фондов достигли 2,373 трлн. долл., увеличившись за последние 3 года в два раза вследствие ускоренного роста экспорта и валютных запасов азиатских стран, прежде всего Китая (включая Гонконг) и Сингапура. Доля несырьевых фондов в общих объемах СИФов в 2002-2012 гг. выросла почти втрое – с 13% до 36% и, по прогнозам, достигнет 50% к 2015 г.

Суммарный объем активов суверенных фондов пока относительно невелик на фоне таких финансовых институтов, как пенсионные и паевые инвестиционные фонды, но уже превышает активы хедж-фондов и фондов прямых инвестиций (рис. 6). Учитывая, однако, опережающие темпы роста масштабов СИФов, многие эксперты предполагают, что уже к 2015-2020 гг. объемы суверенных фондов будут сопоставимы с совокупными резервами страховых компаний мира, что выведет их в число крупнейших игроков на мировом рынке капитала [11, С. 41].

Сырьевой характер формирования основной части суверенных фондов определяет региональную структуру их происхождения. В 2012 г. 35% активов СИФов приходилось на нефтедобывающие страны Ближнего Востока. Еще 40% активов принадлежала фондам других стран Азии, образованным в основном за счет несырьевых доходов. На европейские государства (Норвегия, Россия, Ирландия) приходилось около 17% общих активов СИФов, но лишь в Ирландии суверенный фонд носил несырьевой характер (см. рисунок 7). В число стран, обладающих крупнейшими в мире фондами национального благосостояния, в настоящее время входят ОАЭ, Норвегия, Сингапур, Саудовская Аравия, Кувейт и Китай (см. таблицу 1).

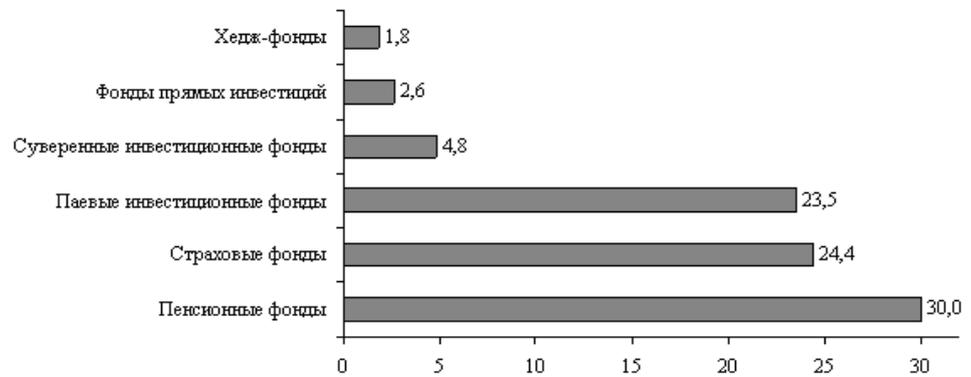
### ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ СУВЕРЕННЫХ ФОНДОВ

Как отмечает большинство экспертов, суверенные фонды, хотя и значительно разнятся по направлениям и способам вложения капитала, определяемым стоящими перед ними задачами, имеют ряд общих особенностей инвестиционной политики, отличающих их от других государственных инвестиционных институтов, в том числе пенсионных фондов, банков и фондов развития. Важнейшей из них является стратегический характер инвестиций, ориентированных на долгосрочный результат и, как правило, не предусматривающих цели получения спекулятивной прибыли. Средства суверенных фондов инвестируются преимущественно в долговые ценные бумаги с длительными сроками погашения, акции и доли участия в компаниях, объекты недвижимости. Доля краткосрочных инвестиций достаточно высока только в СИФах стабилизационного характера, нуждающихся в запасе ликвидных активов, которые при возникновении кризисных явлений можно было бы оперативно и без потерь трансформировать в наличные средства [4, Р. 95].



Рисунок 6

Общие мировые активы СИФов и других фондов, в 2010 г., трлн долл.



Источник: The CityUK (<http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/sovereign-wealth-funds-2012/>)

Кроме того, в отличие от ряда других финансовых институтов, в частности, пенсионных фондов, деятельность которых жестко регулируется национальным законодательством, СИФы обычно пользуются определенной свободой принятия решений с точки зрения выбора инструментов, валюты и географии инвестирования. Это дает возможность фондам увеличивать доходность своих инвестиций за счет вложения средств в относительно рискованные виды активов, например, акции и доли участия в компаниях. Здесь суверенные фонды до некоторой степени напоминают хедж-фонды, а также нацеленные на финансовый результат и не связанные жесткими правовыми нормами. По сравнению с хедж-фондами, однако, в операциях СИФов существенно меньшее значение имеют спекулятивные мотивы.

**Крупнейшие суверенные фонды в 2012 г.**

Страна	Название фонда	Активы, млрд долл.	Год создания	Вид фонда
ОАЭ	Abu Dhabi Investment Authority	627.00	1976	Сырьевой
Норвегия	Government Pension Fund - Global	611.00	1990	Сырьевой
Китай	SAFE Investment Company	567.90	1997	Несырьевой
Саудовская Аравия	SAMA Foreign Holdings	532.80		Сырьевой
Китай	China Investment Corporation	439.60	2007	Несырьевой
Кувейт	Kuwait Investment Authority	296.00	1953	Сырьевой
Китай- Гонконг	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	293.30	1993	Несырьевой
Сингапур	Government of Singapore Investment Corporation	247.50	1981	Несырьевой
Сингапур	Temasek Holdings	157.20	1974	Несырьевой
Россия	National Wealth Fund	149.70	2008	Сырьевой
Китай	National Social Security Fund	134.50	2000	Несырьевой
Катар	Qatar Investment Authority	100.00	2005	Сырьевой
Австралия	Australian Future Fund	80.00	2006	Несырьевой
ОАЭ	Investment Corporation of Dubai	70.00	2006	Сырьевой
Ливия	Libyan Investment Authority	65.00	2006	Сырьевой
Казахстан	Kazakhstan National Fund	58.20	2000	Сырьевой
ОАЭ	International Petroleum Investment Company	58.00	1984	Сырьевой
Алжир	Revenue Regulation Fund	56.70	2000	Сырьевой
ОАЭ	Mubadala Development Company	48.20	2002	Сырьевой
Южная Корея	Korea Investment Corporation	43.00	2005	Несырьевой
США	Alaska Permanent Fund	40.30	1976	Сырьевой
Малайзия	Khazanah Nasional	36.80	1993	Несырьевой
Азербайджан	State Oil Fund	30.20	1999	Сырьевой
Ирландия	National Pensions Reserve Fund	30.00	2001	Несырьевой
Бруней	Brunei Investment Agency	30.00	1983	Сырьевой
Франция	Strategic Investment Fund	28.00	2008	Несырьевой
США	Texas Permanent School Fund	24.40	1854	Сырьевой



Страна	Название фонда	Активы, млрд долл.	Год создания	Вид фонда
Иран	Oil Stabilisation Fund	23.00	1999	Сырьевой
Новая Зеландия	New Zealand Superannuation Fund	15.90	2003	Несырьевой
Канада	Alberta's Heritage Fund	15.10	1976	Сырьевой
Чили	Social & Economic Stabilization Fund	15.00	2007	Несырьевой
США	New Mexico State Investment Council	14.30	1958	Несырьевой
Бразилия	Sovereign Fund of Brazil	11.30	2008	Несырьевой
Восточный Тимор	Timor-Leste Petroleum Fund	9.90	2005	Сырьевой
Бахрейн	Mumtalakat Holdings	9.10	2006	Несырьевой
Оман	State General Reserve Fund	8.20	1980	Сырьевой

**Источник:** The CityUK (<http://www.gfmag.com/tools/global-database/economic-data/12146-largest-sovereign-wealth-funds.html#axzz2OqIrcPsG>)

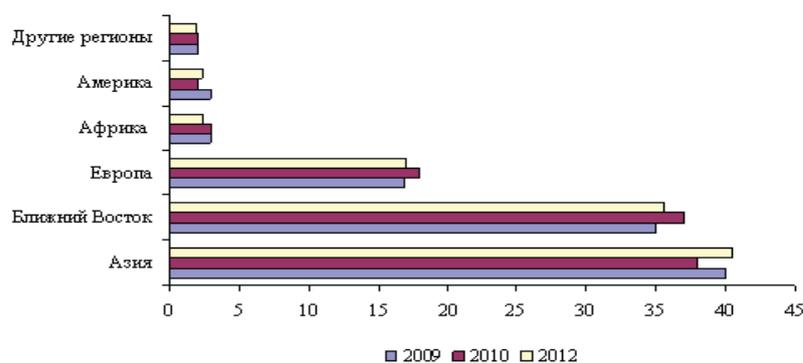
Анализ инвестиционной стратегии СИФов, как правило, связан со значительными трудностями. Большинство фондов, на которые приходится основная часть мировых активов СИФов, непрозрачны, информации по структуре их инвестиций крайне мало. Особенно это относится к фондам, принадлежащим монархическим династиям мусульманского мира (ОАЭ, Саудовская Аравия, Кувейт, Катар, Бруней и Оман), а также фондам государств, традиционно предоставляющих ограниченные сведения о деятельности своих правительств (Китай, Венесуэла, Иран, Алжир). Так, веб-сайт крупнейшего в мире СИФа Abu Dhabi Investment Authority представляет собой всего лишь одну страницу с указанием адреса и контактного телефона. Своего рода исключения представляют СИФы Норвегии, Австралии, Новой Зеландии, американского штата Аляска и канадской провинции Альберта, регулярно публикующие информацию о размере активов, норме прибыли и структуре инвестиционного портфеля. Однако суммарная доля активов указанных СИФов сравнительно невелика (15-16% общих активов суверенных фондов), и по их инвестиционной стратегии нельзя судить о действиях всех фондов.

Несмотря на отмеченные проблемы, экспертами периодически предпринимаются попытки проанализировать состояние инвестиционных портфелей СИФов и выявить закономерности их формирования. Так, по оценкам McKinsey Global Institute, нефтяные фонды стран Ближнего Востока предпочитают инвестировать в зарубежные активы, на которые в 2012 г. приходилось около 80% их капиталов-

ложений. При этом почти половина (46%) указанных средств было инвестировано в портфели акций иностранных компаний, еще 42% - в высоконадежные финансовые инструменты (ценные бумаги с фиксированной доходностью и банковские депозиты), и только 12% направлено в прямые иностранные инвестиции, недвижимость, хедж-фонды и другие аналогичные активы с повышенной доходностью и рисками. Географическая структура капиталовложений нефтяных фондов в 2012 г. выглядела следующим образом: 55% приходилось на США, 18% - Европу, 22% на страны Арабского Востока и Азии.

Рисунок 7

**Региональное распределение активов суверенных фондов, % к мировому итогу**



**Источник:** The CityUK (<http://www.gfmag.com/tools/global-database/economic-data/12146-largest-sovereign-wealth-funds.html#axzz2OqIrcPsG>)

Выявить общие тенденции инвестирования средств несырьевых фондов довольно сложно, учитывая страновую специфику каждого фонда. Как отмечают эксперты Deutsche Bank, в основу своих инвестиционных стратегий большинство этих СИФов традиционно закладывают приобретение американских ценных бумаг, в первую очередь облигаций ФРС США. По оценкам банка, в долларовых инструментах сегодня по-прежнему сосредоточено более половины активов несырьевых СИФов, хотя в последние годы их удельный вес постепенно уменьшается в пользу инвестиций в евро и других валютах.

Кроме того, ряд несырьевых фондов значительные средства инвестируют внутри своих стран. Так, Temasek Holdings (Сингапур) вкладывает в национальные компании около одной трети своих ресурсов, а China Investment Corporation более



половины своего капитала размещает в настоящее время в Китае. Данная особенность несырьевых СИФов, очевидно, определяется их региональным происхождением: большинство таких фондов создано в государствах Юго-Восточной Азии с быстрорастущей экономикой, требующей значительных инвестиций, в связи с чем часть средств национальных СИФов направляется на цели внутреннего развития. Целесообразность такой инвестиционной политики определяется еще и тем, что доходность капиталовложений на бурно развивающихся рынках азиатских стран существенно выше, чем при работе с американскими и европейскими активами.

### **ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА СУВЕРЕННЫХ ФОНДОВ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН В УСЛОВИЯХ ДЕСТАБИЛИЗАЦИИ МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**

В 2007 г., в условиях развивающегося кризиса ипотеки *subprime* в США и усиления турбулентности на мировых рынках капитала, СИФы ряда развивающихся стран привлекли к себе всеобщее внимание, совершив несколько масштабных сделок с крупными пакетами акций ведущих американских и европейских финансовых институтов. Фонды из этих стран и раньше достаточно активно вкладывали средства в акции, направляя в них, по разным оценкам, в среднем около 40% активов, однако по своему характеру это в основном было портфельное инвестирование, когда приобретаемые пакеты акций составляли менее одного процента капитала компании-эмитента. Сделки с относительно крупными акционерными пакетами, в результате которых покупатель получал бы возможность оказывать влияние на компанию, выпустившую акции, носили единичный характер. Большая их часть совершалась арабскими фондами, а также сингапурским Temasek Holdings, который в 2005 г. приобрел в Китае 5,1% China Construction Bank Corp. За 2,5 млрд долл. и 5% Bank of China за 1,6 млрд долл., а в 2006 г. – 11,55% британского Standard Chartered Bank за 4 млрд долл.

Во второй половине 2010 г. – начале 2013 г. суверенные фонды из Сингапура, Саудовской Аравии, ОАЭ, Кувейта и Китая инвестировали в капитал ведущих американских и европейских банков, наиболее пострадавших от ипотечного кризиса в США, в общей сложности более 55 млрд долл., войдя, таким образом в число их крупнейших акционеров. Фактически фонды воспользовались проблемами указанных институтов, которые в условиях глобального кризиса ликвидности по сути не имели иных серьезных альтернатив, кроме СИФов, для оперативного восполнения огромных финансовых потерь по ипотеке *subprime*. Для фондов инвестиции в крупнейшие международные банки, безусловно, носили стратегический характер, позволяя им существенно укрепить свои позиции в глобальной финансовой системе.

Помимо инвестиций в капитал банков, в 2007-2008 гг. СИФы из развивающихся стран совершили еще целый ряд заметных сделок по покупке долей участия в известных финансовых институтах, в том числе Лондонской фондовой бирже (LSE),

американской бирже NASDAQ, шведской бирже OMX, американских фондах прямых инвестиций Blackstone и Carlyle. Около двух третей капиталовложений в зарубежные банки и другие финансовые институты в 2012 г. – начале 2013 г. поступило из суверенных фондов стран Азии (из них 13% из Китая), еще одна треть – из ближневосточных СИФов. Больше других стран – около 30 млрд долл. – на эти цели инвестировал Сингапур через свои два СИФа.

Мнения экспертов о дальнейшем развитии инвестиционной стратегии суверенных фондов развивающихся стран сегодня разделились. Ряд аналитиков считает, что период «крупных покупок» близится к завершению, и вскоре эти СИФы вернутся к традиционной консервативной политике, ориентированной главным образом на портфельное инвестирование в акции и высоконадежные долговые инструменты.

Многие специалисты, однако, полагают, что наблюдаемое резкое увеличение инвестиций СИФов из развивающихся государств в крупные пакеты акций ведущих западных корпораций, в частности, финансовых, является не просто краткосрочной тенденцией, стимулированной благоприятной для них ситуацией на рынке [5, Р. 10]. Оно отражает постепенный переход указанных СИФов к более агрессивной стратегии размещения средств, нацеленной как на увеличение доходов от инвестиций, так и на более активное продвижение интересов своих стран в мировой экономике и финансовом секторе. Данная смена инвестиционной парадигмы фондов, в свою очередь, определяется отмеченным выше усилением позиций ведущих развивающихся государств в современной глобальной экономике, предполагающим, в том числе, расширение внешней экспансии их национальных финансовых институтов, включая СИФы [8, Р. 34-36].

### **ВОПРОСЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ СИФОВ НА МЕЖДУНАРОДНОМ УРОВНЕ**

Быстрое увеличение активов суверенных фондов развивающихся стран, а также реализованные ими в 2012 г. крупные инвестиционные сделки, явно продемонстрировавшие новые финансовые возможности и устремления СИФов, вызвали серьезную озабоченность в политических и деловых кругах западных стран [6, Р. 1240]. Росту протекционистских настроений по отношению к фондам не помешал даже тот факт, что именно инвестиции СИФов позволили крупнейшим международным банкам существенно выправить свое финансовое положение, повысить уровень ликвидности и в целом способствовали стабилизации глобальных рынков капитала, пострадавших от чрезмерного увлечения американских и европейских банкиров спекулятивной высокорисковой ипотекой [10, Р. 3-6].

Основное беспокойство в США и европейских странах вызывают два обстоятельства, связанных с СИФами. Во-первых, эта высокая информационная закрытость и непрозрачность деятельности фондов, противоречащая принятой на Запа-



де практике ведения финансового бизнеса. Данный факт делает СИФы своего рода «черными ящиками», чьи операции трудно оценить и спрогнозировать. Учитывая огромные объемы капитала, контролируемые СИФами, непрозрачность и непредсказуемость их действий рассматривается как серьезная угроза стабильности мировой финансовой системы [7, Р. 47-100].

Во-вторых, многие критикуют тесную связь СИФов с правительствами своих стран, далеко не все из которых относятся к числу «друзей Запада». В сочетании с непрозрачностью операций, это позволяет усматривать в деятельности фондов не только обычные коммерческие мотивы, но и совершенно определенные геополитические интересы. Высказываются серьезные опасения, что инвестиции фондов в такие стратегические отрасли экономики США и ЕС, как телекоммуникации, инфраструктура, энергетика, финансовый сектор, могут обеспечить их странам мощный рычаг давления на западные государства и превратиться тем самым в значимую угрозу их национальной безопасности.

Указанные соображения побудили некоторые государства и международные организации приступить к разработке требований и рекомендаций к инвестиционной политике СИФов и порядку их допуска на национальные финансовые рынки. Так, в феврале 2012 г. Еврокомиссия подготовила предложения для руководящих органов ЕС (A common European approach to Sovereign Wealth Funds), в которых формируются общие принципы регулирования деятельности зарубежных СИФов в странах Евросоюза. Основным из них является принцип взаимной открытости (симметрии): суверенный фонд может свободно работать в ЕС, если в его стране нет существенных ограничений на европейские инвестиции [9, Р. 13-29].

Значительное внимание в документе Еврокомиссии также уделено вопросам управления и повышения прозрачности фондов. Фондам рекомендуется, в частности:

- ▶ публиковать свою инвестиционную политику, раскрывая в ней цели и направления капиталовложений;
- ▶ применять только общепринятые процедуры покупки активов и отказаться от «серых» схем вхождения на финансовый рынок ЕС;
- ▶ повысить прозрачность деятельности за счет ежегодной публикации данных об инвестиционной позиции и структуре активов, источниках финансирования операций и другой информации.

Для снятия подозрений о наличии политических мотивов в деятельности СИФов странам – их владельцам предлагается обеспечить операционную независимость фондов, четко определив при этом правила управления ими и порядок взаимодействия фондов с государственными властями.

Указанные принципы и требования к суверенным фондам Евросоюз предполагает закрепить в двухсторонних соглашениях со странами – их владельцами. Переговоры по вопросам заключения таких соглашений Еврокомиссия планирует

провести в течение 2013-2015 гг. В то же время, по заявлениям руководства ЕЦБ, Евросоюз пока не готовит нормативных актов, которые напрямую бы ограничивали деятельность фондов третьих стран в Европе.

Важное значение для регулирования операций СИФов в глобальном масштабе будет иметь принятие Декларации по оптимальной практике деятельности суверенных фондов, подготавливаемой в настоящее время в МВФ. Ожидается, что этот документ, как и в предложениях Еврокомиссии, основной упор будет сделан на вопросах независимости управления и транспарентности фондов. Еще одна международная организация – ОЭСР, в свою очередь, работает над добровольным кодексом для стран, получающих инвестиции СИФов. Предлагается, в частности, чтобы эти страны избегали протекционистской политики и поддерживали справедливые и прозрачные инвестиционные сделки суверенных фондов.

В США, как отмечалось выше, в качестве превентивной меры по недопущению в страну нежелательных инвестиций в 2007 г. был принят специальный закон об иностранных инвестициях и национальной безопасности. Данный закон применим и к операциям зарубежных суверенных фондов, сделки которых с акциями американских могут быть заблокированы, если, по мнению американских властей, они угрожают интересам национальной безопасности США. Контроль за поступлением внешнего капитала, в том числе средств СИФов, осуществляет специальный правительственный орган – Комитет по иностранным инвестициям в США (CFIUS).

В перспективе следует ожидать усиления давления на суверенные фонды развивающихся стран со стороны США и ЕС, чтобы, с одной стороны, сделать их более транспарентными и предсказуемыми, с другой стороны, попытаться направить инвестиции фондов в нужное для принимающих стран русло, например, в их государственные облигации.

Вместе с тем, принятие жестких протекционистских мер по отношению к СИФам сегодня маловероятно, учитывая постоянно растущую зависимость экономики западных стран, и особенно США, от капиталовложений из развивающихся государств. Таким образом, фонды, которые хотя бы формально смогут выполнить основные требования европейских и американских властей, прежде всего, в части независимости управления и прозрачности, сохранят хорошие возможности для работы на рынках капитала США и Европы.

### БИБЛИОГРАФИЯ:

1. Balding C. Sovereign Wealth Funds: The New Intersection of Money and Politics. Oxford, UK: Oxford University Press, 2012. – 208 P.
2. Bernstein S., Lerner J., Schoar A. The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds // The Journal of Economic Perspectives. 2013. Vol. 27. No. 2. P. 219-237.



3. Blancheton B., Jegourel Y. Les Fonds Souverains: Un Nouveau Mode De Régulation Du Capitalisme Financier? // Rev. De La Regulation. - P., 2009. - № 5. - Mode of Access: <http://regulation.revues.org/index7461.html>.
4. Gasparro V., Pagano M. Sovereign Wealth Funds' Impact on Debt and Equity Markets during the 2007–09 Financial Crisis // Financial Analysts Journal. 2010. Vol. 66. No. 3. P. 92-103.
5. Mohan T. Sovereign Wealth Funds: Western Fears // Economic and Political Weekly. 2008. Vol. 43. No. 15. P. 8-12.
6. O'Brien J. Barriers to Entry: Foreign Direct Investment and the Regulation of Sovereign Wealth Funds // The International Lawyer. 2008. Vol. 42. No. 4. P. 1231-1257.
7. Quadrio Curzio A., Miceli V. Sovereign Wealth Funds: A Complete Guide to State-owned Investment Funds. Harriman Finance Essentials, 2010. – 233 P.
8. Sovereign Wealth Funds and Long-Term Investing / ed. by Bolton P., Samama F., Stiglitz Joseph. Columbia University Press, 2012. – 288 P.
9. Sovereign Wealth Funds: Legitimacy, Governance, and Global Power / ed. by Gordon L. Clark, Adam D. Dixon, Ashby H. B. Monk. Princeton University Press, 2013. – 216 P.
10. Truman E. Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation? Peterson Institute for International Economics, 2010. – 186 P.
11. Зубченко Л.А. Суверенные инвестиционные фонды выходят на рынки капиталов // Банковское дело. 2008. № 6. С. 40-43 (Zubchenko L.A. Suverennyye investicionnyye fondy vyhodjat na rynki kapitalov // Bankovskoe delo. 2008. № 6. S. 40-43).
12. Ибраев Р.Х. Роль суверенных фондов на современном глобальном рынке капитала // Российский внешнеэкономический вестник. 2013. № 9. С. 91-105 (Ibraev R.H. Rol' suverennyh fondov na sovremennom global'nom rynke kapitala // Rossijskij vneshnejekonomicheskij vestnik. 2013. № 9. S. 91-105).
13. Кондратов Д. Актуальные особенности денежно-кредитной политики в Норвегии // Проблемы прогнозирования. 2012. № 1. С. 129-151 (Kondratov D. Aktual'nye osobennosti denezhno-kreditnoj politiki v Norvegii // Problemy prognozirovanija. 2012. № 1. S. 129-151).
14. Пупынин В. Суверенные инвестиционные фонды: определение и основы функционирования // Международная экономика. 2008. № 10. С. 51-61 (Pupynin V. Suverennyye investicionnyye fondy: opredelenie i osnovy funkcionirovanija // Mezhdunarodnaja jekonomika. 2008. № 10. S. 51-61).
15. Саввина О.В. Суверенные инвестиционные фонды в посткризисном мире // Банковские услуги. 2011. № 9. С. 22-27 (Savvina O.V. Suverennyye investicionnyye fondy v postkrisisnom mire // Bankovskie uslugi. 2011. № 9. S. 22-27).
16. Сапунцов А.Л. Транснациональные корпорации развивающихся стран в мировой экономике // Российский внешнеэкономический вестник. 2006. № 5. С. 16-22 (Sapunsov A.L. Transnacional'nye korporacii razvivajushhihsja stran v mirovoj jekonomike // Rossijskij vneshnejekonomicheskij vestnik. 2006. № 5. S. 16-22).

