

© 2020

Дмитрий Кондратов

кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник
Института экономики Российской академии наук (г. Москва)
(e-mail: dmikondratov@yandex.ru)

РОЛЬ СУВЕРЕННЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ В ЭКОНОМИКЕ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН

В последние годы финансовые ресурсы ведущих развивающихся стран активно экспортируются как государством путем размещения в иностранные активы международных резервов, так и корпоративным сектором, в том числе в виде прямых инвестиций в зарубежные предприятия и проекты. В условиях усиления глобальной конкуренции за перспективные промышленные активы все большее количество развивающихся стран начинает оказывать государственную поддержку через суверенные инвестиционные фонды, пополняемые за счет избыточных бюджетных доходов от экспорта и части валютных резервов.

Ключевые слова: вывоз капитала, инвестиции, инвестиционная политика, суверенные фонды.

DOI: 10.31857/S020736760012164-9

Одной из важнейших тенденций развития мирового рынка капитала в последние годы стало заметное изменение роли ведущих развивающихся стран (в статье под развивающимися странами подразумеваются *emerging markets*) 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. Общими чертами фондов являются следующие: во-первых, они принадлежат государству; во-вторых, они не гарантируют поток постоянных платежей, как это делают, например, пенсионные фонды; в-третьих, они управляются отдельно от валютных резервов.

Кроме того, фонды имеют некоторые особенности, вытекающие из их природы. Например, отсутствие постоянных платежей способствует реализации стратегий долгосрочных инвестиций.

Поскольку системное влияние суверенных фондов постоянно усиливается, они становятся объектом пристального внимания со стороны многих международных организаций, включая МВФ, членов «семерки» (G7), результатом чего явилось создание Международной рабочей группы по суверенным фондам (Groupe de travail international sur les fonds souverains). В состав группы вошли представители 23 стран-инвесторов, ОЭСР и Всемирного банка. В конце 2018 г. группа при согласовании с представителями экономически развитых стран и МВФ сформулировала 24 принципа для суверенных фондов, которыми эти фонды должны руководствоваться при осуществлении своей инвестиционной стратегии. Подобные попытки направлены на то, чтобы повысить эффективность суверенных фондов, обеспечить прозрачность их финансовых целей и расширить инвестиционную базу фондов за счет ценных бумаг, не эмитированных государством (таких как облигации и акции частного сектора, вложения в активы стран с развивающимися рынками, в сырьевые отрасли и т.д.).

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 и Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), в 1990–2019 гг. объем притока иностранных инвестиций увеличился в 7,5 раза до 1,5 трлн долл. США, 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 банковские активы и объем международного рынка облигаций. По данным Банка международных расчетов, в 1990–2019 гг. они увеличились соответственно в 6,5 раза (до 89,2 трлн долл. в 2019 г.) и в 10 раз (до 102,8 трлн долл.). Для сравнения, мировой ВВП (по ППС в постоянных ценах 2017 г.) за тот же период увеличился только в 2,5 раза (до 130,073 трлн долл. США), то есть динамика финансовых транзакций 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 [1]:

- 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.

Помимо увеличения объемов трансграничного финансирования, в последние годы происходят серьезные изменения в региональной структуре движения инвестиций, определяемые прежде всего более активным участием в этих процессах ведущих развивающихся стран, причем не только в качестве реципиентов ресурсов, но и как все более значимых инвесторов на мировых рынках капитала [2; 3]. В частности, согласно статистике Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), доля развивающихся государств в финансировании прямых инвестиций за рубежом в 1990–2019 гг. выросла более чем в 2,6 раза с 11,8% до 30,2%. Всего, по данным ОЭСР, в 1990–2019 гг. вывоз капитала из развивающихся стран увеличился в 21,3 раза и достиг к концу 2019 г. 396,9 млрд долл. В то же время показатели притока прямых иностранных инвестиций выросли в 30,2 раза до 739,6 млрд долл. В результате развивающиеся страны из импортеров капитала превратились в 2000-е годы в его экспортеры.

Расширение международной инвестиционной активности развивающихся стран определяется в первую очередь быстрым ростом их экономики и национального экспорта. Среднегодовые темпы увеличения ВВП указанных стран в 2000–2019 гг. составили 5,3%, более чем в 3,0 раза опережая рост экономики развитых государств. По данным ОЭСР, в 2019 г. развивающиеся страны обеспечили 76,6% прироста реального мирового производства, а совокупная доля этих стран в глобальной экономике достигла 60,8%.

Благодаря высокой динамике экспорта¹, прирост которого составлял в 2002–2019 гг. в среднем 9,5% в год, развивающимся странам удалось в 9,9 раза увеличить свои валютные резервы (за исключением золота), общий размер которых, по данным Международного валютного фонда, достиг к концу 2019 г. 7,2 трлн долл. США. Крупнейшими валютными резервами в мире обладает Китай (3,13 трлн долл. США). К мировым лидерам по этому показателю относятся также страны Ближнего Востока и Центральной Азии (1,13 трлн долл. США), Россия (444,0 млрд долл. США), Индия (432,4 млрд долл. США) и Бразилия (353,6 млрд долл. США). По прогнозу МВФ, к концу 2021 г. валютные резервы развивающихся стран вырастут еще почти в полтора раза и составят 10,8 трлн долл. США, что, безусловно, еще более повысит их инвестиционный потенциал. Это приведет к росту концентрации валютных

¹ Спецификой развивающихся рынков является то, что активное сальдо по текущим операциям не сопровождается вывозом за рубеж частного капитала, как это происходит в большинстве развитых стран, а компенсируется накоплением валютных резервов. Часть развивающихся государств богата сырьевыми ресурсами и получала высокие доходы от их экспорта. Эти страны откладывали доходы для будущих поколений, поскольку сырьевые ресурсы постепенно истощаются. Другая группа государств (в основном азиатских) накапливала резервы за счет несырьевого экспорта, поддерживаемого управляемым режимом обменного курса национальной валюты, что позволяло большинству из них сохранять заниженный курс своей валюты по отношению к доллару.

резервов в отдельных странах: например, доля Китая в мировых валютных резервах возросла с 8,3% в 2000 г. до 25,6% в 2019 г.

В результате стремительного роста резервов Китай сегодня стал одним из крупнейших инвесторов в мире, на которого, по данным ОЭСР, в 2019 г. приходилось 8,5% глобального экспорта прямых иностранных инвестиций. Кроме того, в число ведущих экспортеров капитала входят нефтедобывающие страны Персидского залива (Саудовская Аравия, Кувейт и Катар), а также Россия и некоторые другие развивающиеся страны.

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 избыточных 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 вложения в акции, доли участия, недвижимость. Еще порядка 15–17% экспорта капитала из развивающихся стран приходится на размещаемые за рубежом кредиты и депозиты негосударственных финансовых институтов.

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, в 30,2 раза и составил в 2019 г. 396,9 млрд долл. США. Показатель накопленных за рубежом ПИИ вырос за тот же период в 23,9 раза с 0,5 млрд до 12,2 трлн долл. США. К числу лидеров по прямым инвестициям относятся Гонконг, страны БРИКС, а также Сингапур, Мексика и некоторые страны Ближнего Востока.

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 [4].

В 2019 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 – 2019, 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 [5]. Так, в список 100 крупнейших ТНК из развивающихся стран по итогам 2018 г. входили только 14 сырьевых предприятий (включая нефтепереработку), в то время как количество компаний, работающих в сфере телекоммуникаций и производстве электроники, превышало 25.

Прямые инвестиции из развивающихся стран идут как в новые проекты и предприятия (Greenfield projects), так и на покупку действующих компаний. В 2019 г. число новых проектов с участием компаний из этих стран достигло 7233, увеличившись по сравнению с 2003 г. в 1,6 раза. Все более заметны предприятия из развивающихся государств и на рынке международных сделок M&A (сделки по слиянию и поглощению)², общий объем которого в 2003 г. составил 165,4 млрд долл., а в 2019 г. — около 490,8 млрд долл. По различным оценкам, сумма сделок, в которых указанные компании выступили в качестве покупателя, в 2019 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

² С начала 90-х годов инвесторы переориентировались с традиционных (создание зарубежных филиалов и фирм-трансплантантов и т.д.) или рискованных (продажа лицензий и т.д.) форм ПИИ на операции по финансированию внешнего роста фирм за счет приобретения участия в капитале действующих предприятий и установления контроля над ними. Подобные операции позволяют компаниям быстро достичь критического размера, обеспечивающего им эффективное функционирование на региональном или мировом рынках. Большую роль в увеличении рассматриваемых операций сыграл процесс приватизации в странах с переходной экономикой.

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 2018 г. были заключены со 120 государствами);
- предоставление налоговых льгот и преференций для компаний, осуществляющих зарубежные капиталовложения.

Наиболее активно внешнюю экспансию своих компаний поддерживают Китай, Индия, Малайзия, ЮАР, Бразилия и Мексика [6]. 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 [7]. 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 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 13,7 млрд долл. в 2005 г. до 97,7 млрд долл. (или 0,7% к ВВП страны) в 2019 г., а объем накопленного за рубежом капитала — с 64,5 млрд долл. до 2094,5 млрд долл. (или 14,6% к ВВП страны)³.

Виды и динамика активов суверенных фондов. В последние годы все большее значение для мирового рынка капитала приобретает деятельность суверенных инвестиционных фондов (СИФ, далее — суверенные фонды, или Фонды), называемых также фондами национального благосостояния (Sovereign Wealth Funds — SWF). Такие фонды сегодня сформированы более чем в тридцати странах мира, главным образом, развивающихся, с целью аккумулирования и долгосрочного инвестирования части валютных резервов и избыточных бюджетных доходов, получаемых от экспорта сырья и другой продукции. По своему назначению фонды обычно разделяют на стабилизационные, призванные смягчать неблагоприятные последствия для национальной экономики в случае ухудшения мировой экономической конъюнктуры, например,

³ Лидерами экономического роста и инвестиционной экспансии в 2019 г. стали Китай и Индия. В Китае инвестиции, большая часть которых приходится на отрасли, ориентированные на экспорт, составили 45% ВВП. Индия, продолжая наращивать свои экспортные мощности и сектор высоких технологий, одновременно активизировала развитие обрабатывающих отраслей. Обе страны начали делать существенные капиталовложения за рубежом, подготавливая почву для будущей товарной экспансии. Правительства Китая и Индия, обеспокоенные излишней ориентацией на экспорт и спекулятивным характером роста, приняли в 2019 г. административные и денежно-кредитные меры, направленные на охлаждение экономики, что, однако, не дало ожидаемых результатов.

снижения цен на экспортируемое сырье, и сберегательные, позволяющие накапливать государственные ресурсы для решения долгосрочных социально-экономических задач [8]. 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, осуществляет государство [9; 10].

В том или ином виде СИФы существуют с 1950-х годов. 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. Если в начале 1990-х годов в мире насчитывалось двадцать СИФов с суммарными активами в 500 млрд долл., то к концу 2019 г. число фондов удвоилось, а их общие активы увеличились более чем в 10 раз до 8,34 трлн долл., что превышает ВВП Франции. Только в 2019 г. активы фондов выросли на 3,0%.

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 2021 г. совокупный объем активов суверенных фондов достигнет 10 трлн долл., а к 2025 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 лет⁴.

Традиционно основной объем активов суверенных фондов приходится на так называемые сырьевые фонды, формирующиеся главным образом за счет доходов от экспорта нефти и газа [11]. К ним относятся фонды стран Персидского залива, а также Норвегии, России, Нигерии, Венесуэлы, Индонезии и некоторых других государств, активно вывозящих сырье. 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 росту мировых цен на нефть активы сырьевых фондов за последние 10 лет удвоились,

⁴ 70% совокупных активов суверенных фондов приходится на долю пяти фондов: «Abu Dhabi Investment Authority» (ADIA) (ОАЭ), «Government of Singapore Corporation» (GIC) (Сингапур), «Government Pension Fund – Global» (GPF) (Норвегия), «Kuwait Investment Authority» (KIA) (Кувейт) и «China Investment Corporation» (CIC) (Китай).

в том числе за последние 3 года они увеличились примерно на 18%. В 2019 г. активы сырьевых фондов составили более 3,8 трлн долл., или почти 47,4% общего объема накоплений СИФов.

Вместе с тем все больший вес приобретают суверенные фонды неминерального происхождения, формируемые государствами за счет доходов от экспорта несырьевой продукции, а также бюджетных и налоговых поступлений, пенсионных резервов и средств, полученных от приватизации [2]. В 2019 г. совокупные активы таких фондов достигли 4,26 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 2013–2019 гг. выросла втрое – с 39% до 53%.

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. Учитывая, однако, опережающие темпы роста масштабов СИФов, многие эксперты предполагают, что уже к 2021–2022 гг. объемы суверенных фондов будут сопоставимы с совокупными резервами страховых компаний мира, что выведет их в число крупнейших игроков на мировом рынке капитала.

Суверенные, пенсионные и хеджевые фонды образуют, по мнению специалистов, «три опоры международных финансов», от деятельности которых во все большей мере зависит поведение таких традиционных операторов финансовых рынков, как банки, страховые компании и различные инвестиционные фонды. В настоящее время объем мирового финансового рынка оценивается в 200 трлн долл., исключая рынок недвижимости, на котором суверенные фонды также осуществляют вложения. Как предполагается, через 10 лет доля суверенных фондов на мировом финансовом рынке возрастет с 2 до 9%, а по некоторым оценкам, и до 17%.

Различают два типа суверенных фондов [12; 13]:

- стабилизационные фонды, которые преследуют две главные цели: обеспечение безопасности и ликвидности в условиях циклических экономических колебаний. Именно поэтому они предпочитают вкладывать свои средства в облигации американского Казначейства, которые считаются весьма ликвидными, хотя и приносят низкие доходы;

- фонды будущих поколений, цель которых состоит в том, чтобы сберечь для будущих поколений часть доходов от экспорта истощающихся природных ресурсов. Первым из таких фондов был созданный в 1953 г. в Кувейте фонд «Kuwait Investment Authority» (KIA), по модели которого в последующем были созданы фонды в других странах – экспортерах нефти. Такие фонды заинтересованы в более долгосрочных вложениях, в том числе в акции и облигации частных компаний и банков. Так, норвежский фонд GPFG участвует

в капитале более 3 тыс. компаний, при этом его участия не превышают 1% капитала каждой компании. В целом 40% активов фонда помещены в акции и 60% — в облигации [14].

Суверенные фонды каждого из названных типов преследуют особые цели. Так, стабилизационные фонды, создаваемые в странах — экспортерах невозобновляемого сырья или энергоносителей, призваны компенсировать будущую неопределенность экспортных доходов. Такие фонды вкладывают свои средства в ликвидные и низкорисковые ценные бумаги. Остальные типы фондов могут предпочитать стратегию более долгосрочных инвестиций, чтобы диверсифицировать экономику страны своего происхождения. Стабилизирующее влияние суверенных фондов на финансовую систему связано не столько с длительным инвестиционным горизонтом или стратегией управления активами, сколько с разумными финансовыми целями. По данным опроса МВФ, 29% респондентов из суверенных фондов заявили, что преследовали долгосрочные финансовые цели, а 42% — что проводили политику динамичного управления активами. При этом суверенные фонды обычно не стремились к мажоритарному участию в капитале и в большинстве случаев оставались «пассивными» инвесторами, не обладавшими правом голоса и не участвовавшими в работе правлений. Все это давало основание рассматривать суверенные фонды как «идеальных инвесторов» в отличие от тех инвесторов, которые использовали леверидж для финансирования своих вложений, что стало одной из причин финансового кризиса 2007–2009 гг. Исходя из этого некоторые специалисты стали рассматривать суверенные фонды одновременно как следствие международных экономических и финансовых диспропорций и как условие возвращения к равновесному состоянию. Однако, как подчеркивают французские специалисты Б. Бланшетон и И. Жегурель, было бы ошибочным полагать, что суверенные фонды реализуют исключительно стабилизирующую стратегию [8]. Некоторые из них, например сингапурский фонд «Temasek Holdings» или фонды ОАЭ, стали проводить довольно агрессивную финансовую политику.

Сырьевой характер формирования основной части суверенных фондов определяет региональную структуру их происхождения. В 2019 г. более 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 более 15% общих активов СИФов, но лишь в Ирландии суверенный фонд носил несырьевой характер. В число стран, обладающих крупнейшими в мире фондами национального благосостояния, в настоящее время входят ОАЭ, Норвегия, Сингапур, Саудовская Аравия и Кувейт (табл. 1).

Таблица 1

Крупнейшие суверенные фонды в 2019 г.

Страна	Название фонда	Активы, млрд долл.	Год со- здания	Вид фонда
Норвегия	Government Pension Fund - Global	1047,0	1990	Сырьевой
Китай	China Investment Corporation	940,6	2007	Несырьевой
ОАЭ	Abu Dhabi Investment Authority	745,0	1976	Сырьевой
Китай	State Administration of Foreign Exchange	690,0	1997	Несырьевой
Китай-Гонконг	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	529,4	1993	Несырьевой
Кувейт	Kuwait Investment Authority	527,0	1953	Сырьевой
Саудовская Аравия	SAMA Foreign Holdings	512,1	1952	Сырьевой
Китай	National Social Security Fund	437,9	2000	Несырьевой
Сингапур	Government of Singapore Investment Corporation	407,0	1981	Несырьевой
Катар	Qatar Investment Authority	304,0	2005	Сырьевой
Всего		8340		

Источник: IE Sovereign Wealth Research Ranking 2019

(https://docs.ie.edu/cgc/research/sovereign-wealth/SOVEREIGN-WEALTH-RESEARCH-IE-CGC-REPORT_2019.pdf)

Однако особняком стоят суверенные фонды Китая, которые в отличие от фондов других стран с формирующимся рынком преследуют одновременно экономические и политические цели. Как писала 10 августа 2007 г. газета «Daily Telegraph», пекинский режим рассматривает свои огромные валютные резервы (сегодня превышающие 3 трлн долл.) как «финансовое ядерное оружие» [15]. Китай, противостоящий США по таким вопросам, как защита прав человека, расширение китайского экспорта, торговля контрафактной продукцией и т.д., является единственной страной, которая может использовать свою «поражающую финансовую силу» для достижения политических целей.

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 [16].

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, 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.

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. [2]

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 2018 г. приходилось около 80% их капиталовложений. 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 2019 г. выглядела следующим образом: 55% приходилось на США, 18% – Европу, 22% – на страны Арабского Востока и Азии.

Выявить общие тенденции инвестирования средств несырьевых фондов довольно сложно, учитывая страновую специфику каждого фонда. Как отмечают специалисты 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.⁵

Во второй половине 2007 г. — начале 2008 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 акционеров⁶ (табл. 2). 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 subprime⁷. 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, скандинавской бирже OMX, американских фондах прямых инвестиций Blackstone и Carlyle⁸. Около двух третей капиталовложений в зарубежные банки и другие финансовые институты в 2012 г. — начале 2020 г. поступило из суверенных фондов стран Азии (из них 13% из Китая), еще одна треть — из ближневосточных СИФов. Больше других

⁵ По словам американского профессора И. Ярда, в эпоху приватизации, глобализации и «победы рынка» создание суверенных фондов представляет собой парадокс. Как показал опыт, только суверенные фонды проявили готовность помочь терпящим бедствие гигантам западного бизнеса. 27 ноября 2007 г. фонд из Абу-Даби ADIA объявил о приобретении за 7,5 млрд долл. 4,9% капитала крупнейшего банка в мире «Citigroup». Несколько позже сингапурский фонд GIC внес 10 млрд долл. в капитал швейцарской банковской группы UBS, занимающей второе место в мире. В декабре 2007 г. китайский фонд CIC за 10 млрд долл. приобрел 9,9% капитала ведущего американского инвестиционного банка «Morgan Stanley». В целом за несколько недель до начала 2008 г. суверенные фонды инвестировали в финансовый сектор Запада более 60 млрд долл. Однако в условиях рецессии 2009 г. они понесли значительные потери от своих вложений. Так, сингапурский фонд GIC потерял 55% своих вложений в капитал швейцарского банка UBS, а фонд Абу-Даби ADIA — 40% вложений в «Citigroup». Такой дорогой стала плата суверенных фондов за взятие «финансовых крепостей».

⁶ Суверенные фонды воздерживаются от инвестиций в такие высокорисковые и сложные инструменты, которые лежали в основе финансового кризиса 2007–2009 гг. Хотя из-за непрозрачности фондов точные данные о составе их портфелей отсутствуют, можно полагать, что большая часть их ресурсов вложена в акции, облигации и в такие гибридные инструменты, как конвертируемые облигации.

⁷ Окончательные выводы о результатах подобной политики делать пока преждевременно, можно предположить, что она отражает приспособленческую стратегию суверенных фондов, а не их стремление способствовать спасению международной банковской системы.

⁸ В сентябре 2007 г. катарский фонд QIA приобрел 20% акций Лондонской биржи, а государственный холдинг «Bourse Doubaï» — 19,9% капитала американской биржи НАСДАК. Среди других значительных приобретений, осуществленных в 2007 г., можно назвать покупку дубайским фондом «Istithmar» за 942,3 млрд долл. сети крупных магазинов «Barneys» в Нью-Йорке. В июле 2007 г. китайский банк «China Development Bank» вместе с сингапурским фондом «Temasek» приняли участие в размере 13 млрд евро в капитале английского банка «Barclays» [L'essor..., 2007].

стран — около 30 млрд долл. — на эти цели инвестировал Сингапур через свои два СИФа.

Таблица 2

Вложения суверенных фондов в капитал ведущих западных банков в 2007–2008 гг.

Западный банк	Страна	Суверенный фонд	Страна	Дата	Сумма (в млрд долл.)
Barclays	Великобритания	Temasek	Сингапур	25.07.2007	2,05
Barclays	Великобритания	China Development Bank	Китай	25.07.2007	3,08
Barclays	Великобритания	QIA	Катар	31.10.2008	11,74
Citigroup	США	Abu Dhabi Investment	ОАЭ	26.11.2007	7,5
Citigroup	США	GIC	Сингапур	15.01.2008	8,9
Citigroup	США	KIA,	Кувейт	15.01.2008	5,6
Credit Suisse	Швейцария	QIA	Катар	16.10.2008	8,71
Merill Lynch	США	Temasek	Сингапур	24.12.2007	4,4
Merill Lynch	США	KIC, KIA	Ю. Корея, Кувейт	15.01.2008	8,6
Merill Lynch	США	Temasek	Сингапур	24.02.2008	0,6
Merill Lynch	США	Temasek	Сингапур	28.07.2008	0,8
Morgan Stanley	США	China Investment Corp.	Китай	19.12.2007	5,58
UBS	Швейцария	GIC	Сингапур	10.12.2007	9,75
UBS	Швейцария	Фонд не определен		10.12.2007	1,77
Unicredit	Италия	Libyan Investment Authority	Ливия	17.10.2008	1,61

Источник: ЕЦБ (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf>)

Приобретение суверенными фондами доли в капитале крупных западных компаний и банков, испытывающих трудности в условиях кризиса, вызвало неоднозначную реакцию. Как заявил один из западных аналитиков, «должны ли мы соглашаться на то, чтобы коммунисты или террористы становились собственниками наших банков?» Другие на это отвечали: «Поскольку мы находимся в отчаянном положении, не имеет значения, кто будет вести дела». В целом если банки были не против «массивных, пассивных и терпеливых» инвестиций из стран Азии и Ближнего Востока, то многие западные

политические деятели и СМИ проявляли беспокойство по поводу растущих инвестиций суверенных фондов. На Западе все чаще проявлялись признаки усиления протекционизма в отношении иностранных инвестиций. Так, Комитет по иностранным инвестициям США (Committee on Foreign Investment) получил право рекомендовать президенту «блокировать иностранные инвестиции, которые могут создавать угрозу для национальной безопасности страны» [13].

Однако потребность в ликвидных средствах заставляет Запад проявлять определенную сдержанность в отношении суверенных фондов. В этих условиях наблюдалась следующая эволюция: если до финансового кризиса 2007–2009 гг. инвестиции суверенных фондов «членами очень закрытого клуба высоких финансов» [17] не приветствовались, то сегодня они допускаются в капитал ведущих компаний и банков. Правда, при этом им навязываются определенные условия (например, отсутствие представительства в правлениях, определенный процент участия в капитале и т.д.), что явно противоречит принципам дерегулирования и является признаком усиливающегося протекционизма. «Они нас не любят, но они хотят наших денег», — сказал о западных компаниях и банках министр финансов Норвегии [18]. Резкие изменения в отношении западных политиков к суверенным фондам стали наблюдаться осенью 2007 г., когда встал вопрос о спасении терпящих бедствие западных банков. Вместе с тем особое беспокойство на Западе по-прежнему вызывает то, что, осуществляя свои инвестиции, суверенные фонды могут преследовать не только финансовые, но и политические, и стратегические цели, т.е. перестать быть пассивными инвесторами, а начать активно участвовать в принятии решений⁹.

Деятельность суверенных фондов может способствовать ускорению экономического развития стран их происхождения, повышению уровня занятости и благосостояния населения, приобретению новейших технологий и управленческого опыта [19]. Вместе с тем быстрое возрастание их роли в сфере международных финансов создает дополнительные риски для мировой финансовой системы. Кроме того, по мнению некоторых политиков, расширение вложений суверенных фондов в капиталы частных компаний «может сковать их творческие силы» [20]. Так, президент Эстонии Т. Х. Ильвес назвал суверенные фонды «новой формой государственного капитализма», который может свести на нет успехи процесса приватизации в странах с переходной экономикой [21]. Все эти и другие соображения лежат в основе требований

⁹ Подобные попытки направлены на то, чтобы повысить эффективность суверенных фондов, обеспечить прозрачность их финансовых целей и потенциально позитивное влияние на международные рынки капиталов. Они призваны способствовать расширению инвестиционной базы фондов за счет ценных бумаг, не эмитированных государством (таких как облигации и акции частного сектора, вложения в активы стран с развивающимися рынками, в сырьевые отрасли и т.д.), а также более эффективной диверсификации и распределению рисков в мировых масштабах.

разработать меры по регулированию деятельности фондов, сохранив при этом открытый характер мировой финансовой системы¹⁰.

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 [22]. 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 [2].

Литература

1. *Chavanieux Ch.* 78400 Multinationales // *Alternatives écon.* P., 2007. N 263, p. 70.
2. Вектор. Оценки, прогнозы, приоритеты // Экспертно-аналитический журнал. ВТБ. 2008. Июнь.
3. *Drancourt M.* Un Bilan du top 500 des Entreprises Mondiales // *Futuribles.* P., 2007. N 336, pp. 70–73.
4. *Сапунцов А.Л.* Транснациональные корпорации развивающихся стран в мировой экономике // *Российский внешнеэкономический вестник.* 2006. № 5. С. 16–22.
5. UNCTAD. World Investment Report 2019. New York and Geneva. 2020;
6. *Balding C.* Sovereign Wealth Funds: The New Intersection of Money and Politics // Oxford, UK: Oxford University Press, 2012. 208 p.
7. *Bernstein S., Lerner J., Schoar A.* The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds // *The Journal of Economic Perspectives.* 2013. Vol. 27. No. 2, pp. 219–237.
8. *Blancheton B., Jegourel Y.* Les Fonds Souverains: un Nouveau Mode de Régulation du Capitalisme Financier? // *Rev. de la regulation.* P., 2009. N 5. — Mode of access: <http://regulation.revues.org/index7461.html>.

¹⁰ В начале 2000-х годов быстрый рост фондов из-за непрозрачности их деятельности и планов стал восприниматься принимающими их инвестициями странами как угроза. С началом финансового кризиса 2007–2009 гг. инвестиции фондов в западные банки стали приветствоваться. Некоторые специалисты, например члены финансовой комиссии Сената США, посчитали, что «суверенные фонды играют стабилизирующую роль в международной финансовой системе» [8]. Ряд экспертов увидели в инвестициях фондов проявление новой формы финансового капитализма, при котором государство играет существенную роль.

9. Пупынин В. Суверенные инвестиционные фонды: определение и основы функционирования // Международная экономика. 2008. № 10. С. 51–61.
10. Саввина О.В. Суверенные инвестиционные фонды в посткризисном мире // Банковские услуги. 2011. № 9. С. 22–27.
11. El Hafidhi R. A L'origine des Fonds Souverains // Problèmes écon. P., 2008. N 2951, pp. 3–8.
12. Du Grannut Ch. Les Fonds Souverains ou la Profonde Mutation des Relations Économiques Internationales // Problèmes écon. P., 2008. N 2951, pp. 8–15.
13. Une Menace Pour la Stabilité Financière // Problèmes écon. P., 2008. N 2951, pp. 16–19.
14. Truman E. Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation? Peterson Institute for International Economics, 2010. 186 p.
15. Warde I. Fonds Souverains: Prédateurs, Sauveurs ou Dupes? // Monde diplomatique. P., 2008. A. 55, N 650, pp. 1; 8–9.
16. 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, pp. 92–103.
17. De discrètes cagnottes publiques aux ambitions mouvantes // Mondeéconomie. P., 2007. 2 oct. p. 3.
18. Миловзоров А. Восточные деньги пугают Запад // Ежедневная электронная газета Utro.ru от 26 марта 2008 г. (<http://www.utro.ru/articles/2008/03/26/726281.shtml>).
19. Faggio G. Foreign Direct Investment and Wages in Central and Eastern Europe / Hamburg: HWWA, 2003. 32, [4] p. (FLOWENLA discussion paper // Hamburgisches Welt- Wirtschafts-Arch.; 10). Bibliogr.: pp. 30–32.
20. Wes M., Lankes H. FDI in Economies in Transition: M. a. as versus Greenfield Investment // Transnat. corp. N.Y., 2001. Vol.10, № 3, pp. 113–129.
21. Redon J., Thaler J. Fonds Souverains: Le Retour du Capitalisme d'Etat // Problèmes écon. P., 2008. N 2951, pp. 20–23.
22. Sovereign Wealth Funds and Long-Term Investing / ed. by Bolton P., Samama F., Stiglitz J. // Columbia University Press, 2012. 288 p.

D. Kondratov (e-mail: dmikondratov@yandex.ru)

Ph.D. in Economics,

Leading Researcher the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences (Moscow)

THE ROLE OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS IN THE ECONOMIES OF DEVELOPING COUNTRIES

In recent years, the financial resources of the leading developing countries have been actively exported both by the governments investing in foreign assets and by the corporate sector, in the form of direct investments in foreign enterprises and projects.

In the context of increasing global competition for promising industrial assets, a growing number of developing countries now turn to providing government support through sovereign investment funds, partly replenished by foreign exchange reserves or by the surplus in budgetary revenues from exports.

Keywords: capital export, investments, investment policy, sovereign funds.

DOI: 10.31857/S020736760012164-9