

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Афанасьев Дмитрий Юрьевич

МЕЖДУНАРОДНОЕ ПОРТФЕЛЬНОЕ
ИНВЕСТИРОВАНИЕ В УСЛОВИЯХ
ГЛОБАЛЬНЫХ ДИСБАЛАНСОВ

08.00.14 – Мировая экономика

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Кузнецов Алексей Владимирович,
доктор экономических наук,
старший научный сотрудник

Москва – 2021

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать учёные степени кандидата наук, учёные степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоятся 19 мая 2021 г. в 13:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.103 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 49, аудитория 214.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125993, Москва, ГСП-3, Ленинградский проспект, д. 49, комн. 200 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: www.fa.ru

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Звонова Е.А., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Пищик В.Я., д.э.н., профессор;
учёный секретарь – Соколова Е.С., д.э.н., профессор;

члены диссертационного совета:

Абрамов В.Л., д.э.н., профессор;
Авдокушин Е.Ф., д.э.н., профессор;
Бунич Г.А., д.э.н., профессор;
Жариков М.В., д.э.н., доцент;
Кузнецов А.В., д.э.н., с.н.с.;
Леонтьева Л.С., д.э.н., профессор;
Логинов Е.Л., д.э.н.;
Навой А.В., д.э.н., доцент;
Саввина О.В., д.э.н., доцент;
Сапир Е. В., д.э.н., профессор;
Сильвестров С.Н., д.э.н., с.н.с.;
Хейфец Б.А., д.э.н., профессор.

Автореферат диссертации разослан 19 февраля 2021 г.

Учёный секретарь диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.103,
д.э.н., профессор

Соколова Елизавета Сергеевна

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. Доминантной тенденцией современного этапа развития мировой экономики является её финансовализация, что проявляется не только в опережающем росте стоимости финансовых активов темпов развития в реальном секторе экономики, усилении взаимосвязи и взаимозависимости национальных экономик и глобального экономического пространства, но и в качественном изменении структуры финансового капитала.

Движение глобального финансового капитала по каналам мировой финансовой системы происходит в различных формах, среди которых особое место занимают международные портфельные инвестиции, включающие инвестиции в долевыми и долговые ценные бумаги. Финансовая глобализация усиливает тенденцию к расширению рыночного сегмента международных портфельных инвестиций, общий накопленный объём которых в 2018 году составил 58,7 трлн долл., увеличившись в 4,1 раза с 2002 года.

Международное портфельное инвестирование ограничено рамками действующей мировой валютно-финансовой системы, одной из главных проблем функционирования которой на современном этапе является существование глобальных дисбалансов, определяющих основные направления трансграничных перемещений финансового капитала.

Международные портфельные инвестиции осуществляются различными субъектами мировой экономики – центральными банками, кредитными организациями, правительствами, включая домохозяйства. Однако самым значимым звеном движения капитала в форме международных портфельных инвестиций становятся прочие финансовые организации – в первую очередь, инвестиционные фонды различной природы и их управляющие компании, которые создали в последние десятилетия индустрию управления активами. Совокупный объём активов под управлением в рамках этой индустрии достигает 100 трлн долл. В этом сегменте мировой экономики существуют сложившиеся тенденции, сформировавшиеся как ответ на изменения внешней среды, которые могут оказывать как позитивное, так и негативное влияние на благосостояние домохозяйств и ведение бизнеса в разных странах.

Данные тенденции обуславливают необходимость научного анализа международного портфельного инвестирования в условиях глобальных дисбалансов мировой экономики. Не менее актуальной является необходимость разработки системного подхода к осуществлению международных портфельных инвестиций экономическими агентами Российской Федерации как фактора эффективной интеграции российской экономики в мировую.

Степень разработанности темы исследования. Теоретической основой исследования портфельных, в том числе, трансграничных инвестиций выступают научные труды Балюка И.А., Бартрама С.М., Брегея Э.Я., Глассмана Д.А., Данилиной М.В., Даффи Г., Кузнецова А.В., Риддика Л.А., Рогоффа К., Рубцова Б.Б., Сулеймана Э., Миркина Я.М. Институциональным аспектам международного портфельного инвестирования посвящены работы Гиблина К., Марковитца Г., Мёртона Р., Михайлова А.Ю., Морвиджа К., Фримана Дж., Хатцакиса Э., Хендерсона В., Хмыз О.В., Хобсона Д., Эджары Д.

Исследованию процессов глобализации мировой экономики, в том числе, глобальным дисбалансам, а также изучению отдельных аспектов развития современного мирового финансового рынка посвящены научные труды Авдокушина Е.Ф., Айхенгрина Б., Бунич Г.А., Жарикова М.В., Звоновой Е.А., Катасонова В.Ю., Красавиной Л.Н., Левитта Т., Навоя А.В., Панькова В.С., Пищика В.Я., Осипова Ю.М., Саввиной О.В., Сильвестрова С.Н., Смирнова Ф.А., Сороса Дж., Стрейнджа С., Хейфеца Б.А., Хотинской Г.И., Черковца О.В., Шиллера Р., Шишкова Ю.В., Эскиндарова М.А., Ярыгиной И.З. и других.

Целью диссертационного исследования является решение научной задачи по выявлению и систематизации институциональных изменений структуры международного портфельного инвестирования и разработке на этой основе теоретических и практических рекомендаций управления капиталом в условиях глобальных дисбалансов мировой экономики.

Для достижения указанной цели поставлены следующие **задачи**:

1) на основе анализа новейших тенденций развития мирового финансового рынка в условиях финансовой глобализации выявить и систематизировать основные изменения структуры глобального финансового капитала (С. 12-34);

2) проанализировать особенности влияния глобальных дисбалансов на международное портфельное инвестирование в мировой экономике (С. 35-59);

3) выделить императивные направления трансформации институциональной структуры международного портфельного инвестирования в рамках общих тенденций развития международных экономических отношений (С. 60-103);

4) разработать универсальную схему управления международными портфельными инвестициями с учетом институциональных трансформаций в индустрии управления активами (С. 104-133);

5) определить перспективные подходы и предложить механизмы совершенствования интеграции российского капитала в форме портфельных инвестиций в мировую экономику (С. 134-155).

Объектом исследования является движение финансового капитала в форме международных портфельных инвестиций в условиях глобальных дисбалансов мировой экономики.

Предметом исследования является институциональная структура международного портфельного инвестирования, инструменты и механизмы индустрии управления активами.

Область исследования. Содержание диссертации соответствует п. 15. «Международные потоки ссудного капитала, прямых и портфельных инвестиций, проблемы их регулирования на национальном и наднациональном уровнях», п. 18. «Современные рыночные стратегии и их роль в развитии международного обмена. Методические аспекты международной конкурентоспособности. Формы и методы конкуренции в различных секторах мирового рынка» и п. 24 «Международная деятельность банков, инвестиционных и страховых компаний, пенсионных фондов и других финансовых институтов» Паспорта научной специальности 08.00.14 – Мировая экономика (экономические науки).

Методология и методы исследования. Методической основой диссертационного исследования выступают методы системного, логического, сравнительного, исторического, структурно-функционального анализа, диалектики, индукции и дедукции, классификации, группировки и обобщения данных, эконометрические методы. Исследование базируется на методических материалах

Международного валютного фонда, Всемирного Банка, Банка международных расчётов, ОЭСР, Bloomberg, Preqin, PWC, ICI.

Информационной базой исследования выступают работы отечественных и зарубежных ученых, данные международной статистики Банка международных расчётов, Всемирного банка, Международного валютного фонда, Организации экономического сотрудничества и развития, ЮНКТАД, Федерального Резервного Банка Нью-Йорка, а также материалы The Economist, Financial Times, Chatham House, консалтинговой фирмы McKinsey, PWC, ICI, Preqin, рыночные данные и котировки, предоставленные информационно-аналитической системой Bloomberg.

Научная новизна заключается в определении изменений институциональной структуры международных портфельных инвестиций как формы движения глобального финансового капитала и разработке теоретико-методических положений и практических рекомендаций по управлению финансовыми активами в условиях усиления глобальных дисбалансов мировой экономики.

Положения, выносимые на защиту, содержащие элементы научной новизны:

1) На основе анализа современных процессов эволюции глобального финансового капитала выявлены новейшие тенденции международного портфельного инвестирования: усиление степени интернационализации, что выражается в росте доли трансграничных портфельных инвестиций в общем объёме долевых и долговых ценных бумаг с 28,0% до 42,3% за период 2002-2018 гг. (С. 63-69); рост прочих (не резервных) валют в валютной структуре международных портфельных инвестиций. Данные тенденции создают возможности более активной интеграции стран с развивающимися рынками в мировую экономику (С. 69-71).

2) В ходе комплексного теоретического осмысления, обобщения и анализа обоснованы следующие последствия влияния глобальных дисбалансов мировой экономики на международное портфельное инвестирование: усиление степени централизации финансового капитала (С. 45-50); расширение количества финансовых инструментов, повышающих риски дефолтов как в частном, так и в корпоративном секторах (С. 50-52); усиление противоречия между глобальностью трансграничных потоков финансового капитала и национальным уровнем их регулирования (С. 53-56).

3) Определено, что индустрия управления активами является ведущим элементом институциональной структуры международного портфельного

инвестирования, что обусловлено формированием тенденции к уменьшению роли банковского сектора и усилению роли прочих финансовых организаций (С. 74-86). Кроме того, выявлены две ключевые тенденции развития индустрии управления активами: возрастание значения фондов абсолютной доходности (хедж-фондов); усиление управления капиталом через пассивные фонды (и ETF) (С. 104-120).

4) Разработана универсальная схема управления капиталом Continuum, которая включает следующие принципы: фиксированного дохода; рыночной нейтральности; смарт-бета инвестирования; спекулятивных дискреционных действий. Continuum позволяет оптимизировать инвестиционный портфель активов широкому кругу частных и институциональных участников мирового финансового рынка, что показано на конкретных практических примерах (С. 122-134).

5) Предложены соответствующие современным условиям дисбалансов глобальной экономики механизмы совершенствования интеграции российской экономики в сферу международного портфельного инвестирования, включая меры государственной политики по усилению статуса российского рубля как резервной валюты; приближение российских правовых норм к международным стандартам; проведение политики мягкой деофшоризации; предоставление субсидий и налоговых льгот для экспортеров финансовых услуг на рынки развитых стран; развитие национальных фондов абсолютной доходности и индексных фондов; расширение инвестиционных мандатов инвестирования средств ФНБ и международных резервов Банка России в трансграничные долевые ценные бумаги и создание глобальной частной инвестиционной структуры, осуществляющей международное портфельное инвестирование. Предложенные механизмы обуславливают повышение эффективности участия российского капитала в мировых экономических процессах (С. 135-148; 148-153).

Теоретическая значимость работы состоит в том, что полученные результаты могут быть использованы для дальнейшей разработки теоретических подходов оценки состояния, тенденций и перспектив развития международного портфельного инвестирования, а также совершенствования методических основ исследования международных портфельных инвестиций как формы движения финансового капитала в мировой финансовой системе под влиянием глобальных дисбалансов мировой экономики.

Практическая значимость работы заключается в том, что основные выводы, предложения и рекомендации могут быть использованы, во-первых, органами государственной власти, такими как Министерство финансов Российской Федерации и Центральный банк Российской Федерации, при разработке регулятивных мер в части трансграничных портфельных инвестиций и при управлении международными резервами; во-вторых, широким кругом частных инвестиционных компаний, фондов, семейных офисов и банков, оперирующих на внешних рынках для совершенствования стратегий развития и подходов к портфельному инвестированию на собственные средства и привлечённый капитал; в-третьих, научными образовательными учреждениями для решения практико-ориентированных задач в рамках преподавания дисциплин по мировой экономике и мировым финансам.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования.

Достоверность положений, выводов и рекомендаций исследования подтверждается их апробацией в установленном порядке, применением фундаментальных выводов экономической науки, статистических и эконометрических методов анализа данных, использованием широкого круга источников как отечественных, так и зарубежных авторов.

Основные положения и результаты диссертационного исследования были представлены на четырех научно-практических конференциях: на III Международной научно-практической конференции, посвященной 90-летию доктора экономических наук, профессора, заслуженного деятеля науки Российской Федерации Л.Н. Красавиной и 100-летию Финансового университета «Мировая экономика и мировые финансы: эволюция идей и современные стратегии» (Москва, Финансовый университет, 21 ноября 2017 г.); на конференции молодых учёных «Россия в глобальной экономике: новые вызовы и угрозы» (Москва, Институт экономики Российской академии наук, 22 ноября 2018 г.); на Международной научной конференции «Российский миттельшпиль: экономика, техногенез, геостратегия» (Москва, МГУ имени М.В. Ломоносова, 5-7 декабря 2018 г.); на V ежегодной Международной научно-практической конференции «Красавинские чтения» (Москва, Финансовый университет, 5 декабря 2019 г.).

Материалы исследования используются в практической деятельности Департамента торговых операций ООО ИК «КРЭСКО Финанс», в частности,

универсальная схема управления капиталом Continuum используется для управления инвестиционными портфелями клиентов как на российском, так и на зарубежных финансовых рынках. Выводы и основные положения исследования способствуют увеличению стоимости клиентских портфелей и компании в целом.

Материалы диссертации применяются в практической деятельности инвестиционного департамента научно-производственной компании «Экология», в частности, используется универсальная схема Continuum для управления финансовыми активами компании. Выводы о новейших тенденциях развития институциональной структуры международного портфельного инвестирования в условиях усиления глобальных дисбалансов применяются при управлении приоритетными инвестиционными проектами, что способствует улучшению финансового результата этих проектов и повышает стоимость компании в целом.

Кроме того, результаты научного исследования были использованы Департаментом мировой экономики и мировых финансов Финансового университета в преподавании учебной дисциплины «Актуальные проблемы организации и реформирования современного мирового финансового рынка».

Апробация и внедрение результатов диссертационного исследования подтверждаются соответствующими документами.

Публикации. По теме диссертационного исследования опубликовано 5 научных работ общим объёмом 4,3 п.л. (авторский объём 3,92 п.л.), в том числе 4 работы общим объёмом 3,55 п.л. (весь объём авторский) опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации определяется целью, задачами, логикой исследования. Диссертация включает введение, три главы, заключение, список литературы из 201 наименования, 3 приложения. Текст диссертации изложен на 211 страницах и содержит 29 таблиц и 38 рисунков.

II Основное содержание работы

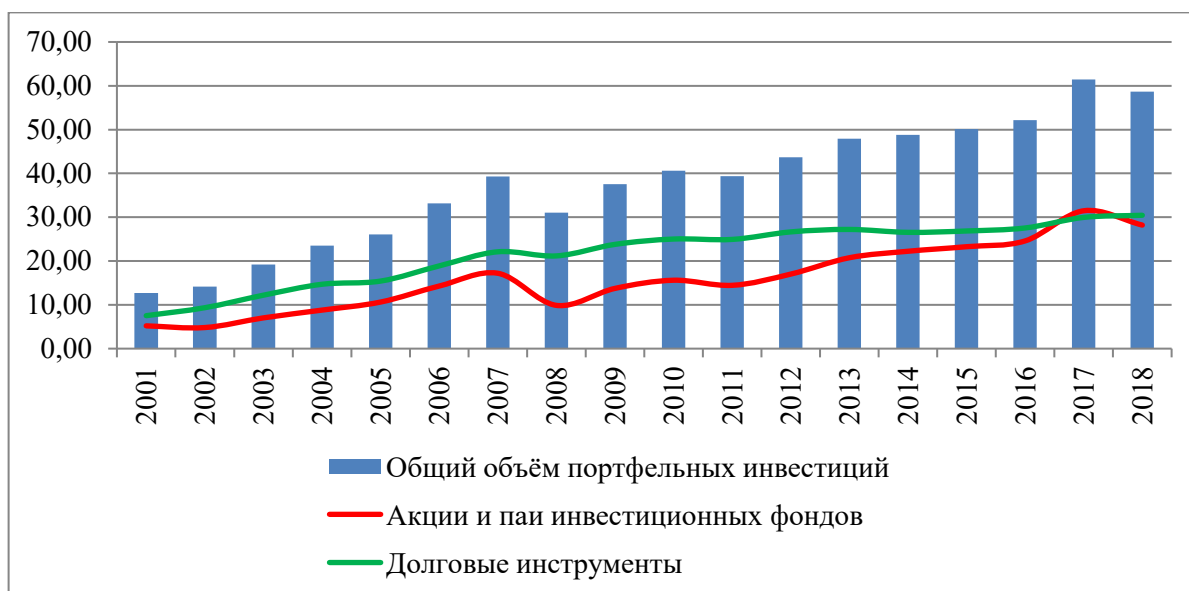
На основе анализа современных процессов эволюции глобального финансового капитала выявлены новейшие тенденции международного портфельного инвестирования: усиление степени интернационализации, что выражается в росте доли трансграничных портфельных инвестиций в общем

объёме долевых и долговых ценных бумаг с 28,0% до 42,3% за период 2002-2018 гг.; рост прочих (не резервных) валют в валютной структуре международных портфельных инвестиций. Данные тенденции создают возможности более активной интеграции стран с развивающимися рынками в мировую экономику.

По данным МВФ, на конец 2018 года общие активы международных портфельных инвестиций составили 58,7 трлн долл., из которых 28,2 трлн долл. приходилось на инвестиции в акции и паи инвестиционных фондов и 30,5 трлн долл. – инвестиции в долговые ценные бумаги. Общий объем международных портфельных инвестиций с 2002 года по 2018 год вырос в 4,14 раза при среднегодовых темпах роста в 9,29%; инвестиции в акции и паи инвестиционных фондов – в 5,9 раз при среднегодовых темпах роста в 11,7%; инвестиции в долговые ценные бумаги – в 3,3 раз, при среднегодовых темпах роста в 7,7%. Динамика международных портфельных инвестиций показана на рисунке 1.

На основе анализа данных международной статистики было выявлено, что с 2002 года по 2008 год доля трансграничных операций в общем объеме активов для портфельных инвестиций увеличилась с 28% до 42%, а на конец 2018 года доля трансграничных портфельных инвестиций составила 42,5% от общего объема. Данная динамика позволяет сделать вывод о том, что за последние 15 лет уровень интернационализации портфельных инвестиций в мировой экономике возрос в 1,5 раза.

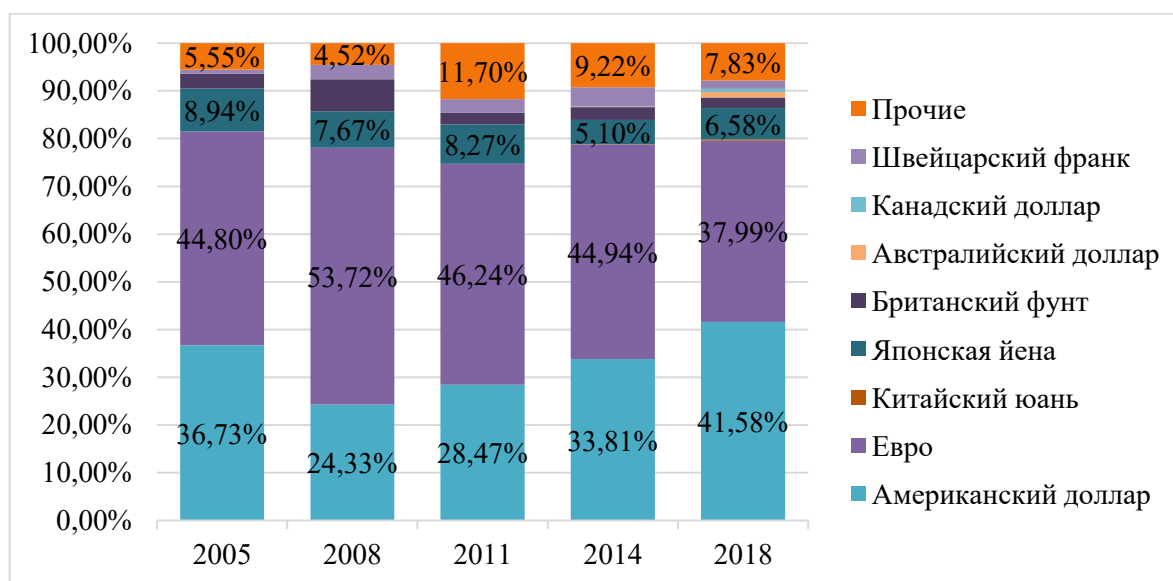
Также анализ показал, что международные портфельные инвестиции в мировой экономике осуществляются, главным образом, в двух основных валютах – долларах США и евро. При этом наблюдается тенденция к росту доли международных портфельных инвестиций, номинированных в прочих (не резервных) валютах. На конец 2018 года по объёму они вышли на третье место после инвестиций в долларах США и евро, что показано на рисунке 2.



Примечание – В триллионах долларов.

Источник: составлено автором по данным: Coordinated Portfolio Investment Survey. – Текст : электронный // International Monetary Fund: [website]. – URL: <https://data.imf.org/CPIS> (дата обращения: 01.03.2020).

Рисунок 1 – Динамика международных портфельных инвестиций (активы) в мировой экономике, по методике МВФ



Источник: составлено автором по данным: Coordinated Portfolio Investment Survey. – Текст : электронный // International Monetary Fund: [website]. – URL: <https://data.imf.org/CPIS> (дата обращения: 01.03.2020).

Рисунок 2 – Динамика международных портфельных инвестиций по валютам за период 2005-2018 гг.

Выявленные тенденции определяют возможности более эффективной интеграции развивающихся стран в мировую экономику.

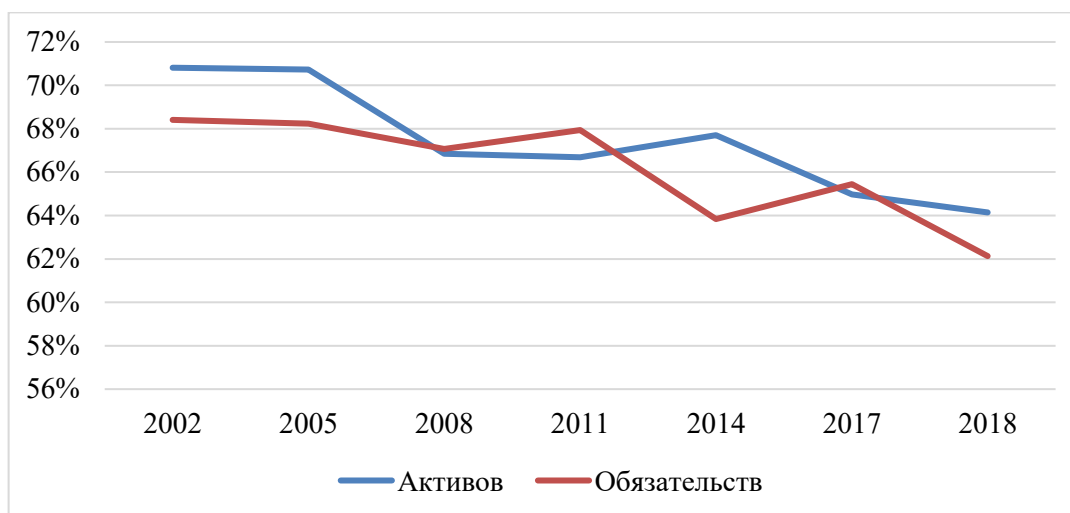
В ходе комплексного теоретического осмысления, обобщения и анализа обоснованы следующие последствия влияния глобальных дисбалансов мировой

экономики на международное портфельное инвестирование: усиление степени централизации финансового капитала; расширение количества финансовых инструментов, повышающих риски дефолтов как в частном, так и в корпоративном секторах; усиление противоречия между глобальностью трансграничных потоков финансового капитала и национальным уровнем их регулирования.

Обладая специфическими характеристиками, современная мировая финансовая система содержит следующие глобальные дисбалансы, влияющие на движение капитала в форме портфельных инвестиций: 1) дисбаланс сбережений и потребления; 2) дисбаланс внешнего финансирования; 3) противоречие между глобальным характером финансового рынка и национальным контуром регулирования¹⁾.

В рамках глобального дисбаланса сбережения и потребления развитые страны не только активно привлекают капитал в форме портфельных инвестиций, но и сами осуществляют портфельные инвестиции по всему миру. В ходе исследования было определено, что современная мировая финансовая архитектура характеризуется высокой степенью централизации, что подтверждается статистикой регионального распределения международных портфельных инвестиций. Ведущими территориями, осуществляющими международные портфельные инвестиции, являются развитые страны и примыкающие к ним офшорные юрисдикции. За период с 2002 года по 2018 год на первые десять территорий-лидеров в среднем приходилось 67% от общего объёма активов международного портфельного инвестирования. Среднегодовые темпы роста составили при этом 8,62%. Основными реципиентами международного портфельного инвестирования выступают развитые страны и офшорные юрисдикции. С 2002 года по 2018 год на первые десять стран-лидеров по объёму обязательств по международному портфельному инвестированию приходилось в среднем 66% от общего объёма. При этом с 2002 года доля стран-лидеров в общем объёме международного портфельного инвестирования (как в активах, так и в обязательствах) имеет устойчивую тенденцию к снижению, что показано на рисунке 3.

¹⁾ Реформирование мировой финансовой архитектуры и российский финансовый рынок : монография / Е.А. Звонова, М.В. Ершов, А.В. Кузнецов [и др.] ; под редакцией Е.А. Звоновой. — Москва : РУСАЙНС, 2016. — С. 26.



Источник: составлено автором по данным: Coordinated Portfolio Investment Survey. – Текст : электронный // International Monetary Fund: [website]. – URL: <https://data.imf.org/CPIS> (дата обращения: 01.03.2020).

Рисунок 3 – Доля стран-лидеров в общем объёме международных портфельных инвестиций в мире

Следующий глобальный дисбаланс – проблема внешнего финансирования, которая по аналогии с дисбалансом сбережения и потребления за последние двадцать лет сформировала среди развитых и развивающихся стран два полюса – нетто-кредиторов и нетто-должников. Привлечение внешнего финансирования осуществляется преимущественно в виде выпуска долговых ценных бумаг, что является одним из ключевых направлений международного портфельного инвестирования. С одной стороны, глобальный дисбаланс внешнего финансирования позитивно влияет на международное портфельное инвестирование, так как появляется большое количество долговых ценных бумаг в обращении. С другой стороны, увеличение долговой нагрузки на государственный и корпоративный сектор становится потенциальным кризисогенным фактором, который может трансформироваться в глобальную проблему дефолтов по обращающимся долговому ценным бумагам.

Третий глобальный дисбаланс связан с углублением противоречия между глобальной сущностью финансового рынка и несоответствующим ему уровнем, в основном, национального регулирования. Во-первых, данный дисбаланс является следствием опережающих темпов трансграничного движения капитала, главным образом, в форме портфельных инвестиций. Во-вторых, усиление регулятивного давления на финансовый сектор в рамках этого дисбаланса способствует изменениям

в институциональной структуре международного портфельного инвестирования, в частности, в индустрии управления активами.

Таким образом, глобальные дисбалансы мировой экономики влияют на формирование новых тенденций институционального развития международного портфельного инвестирования, которые необходимо учитывать для эффективного управления капиталом в этой форме.

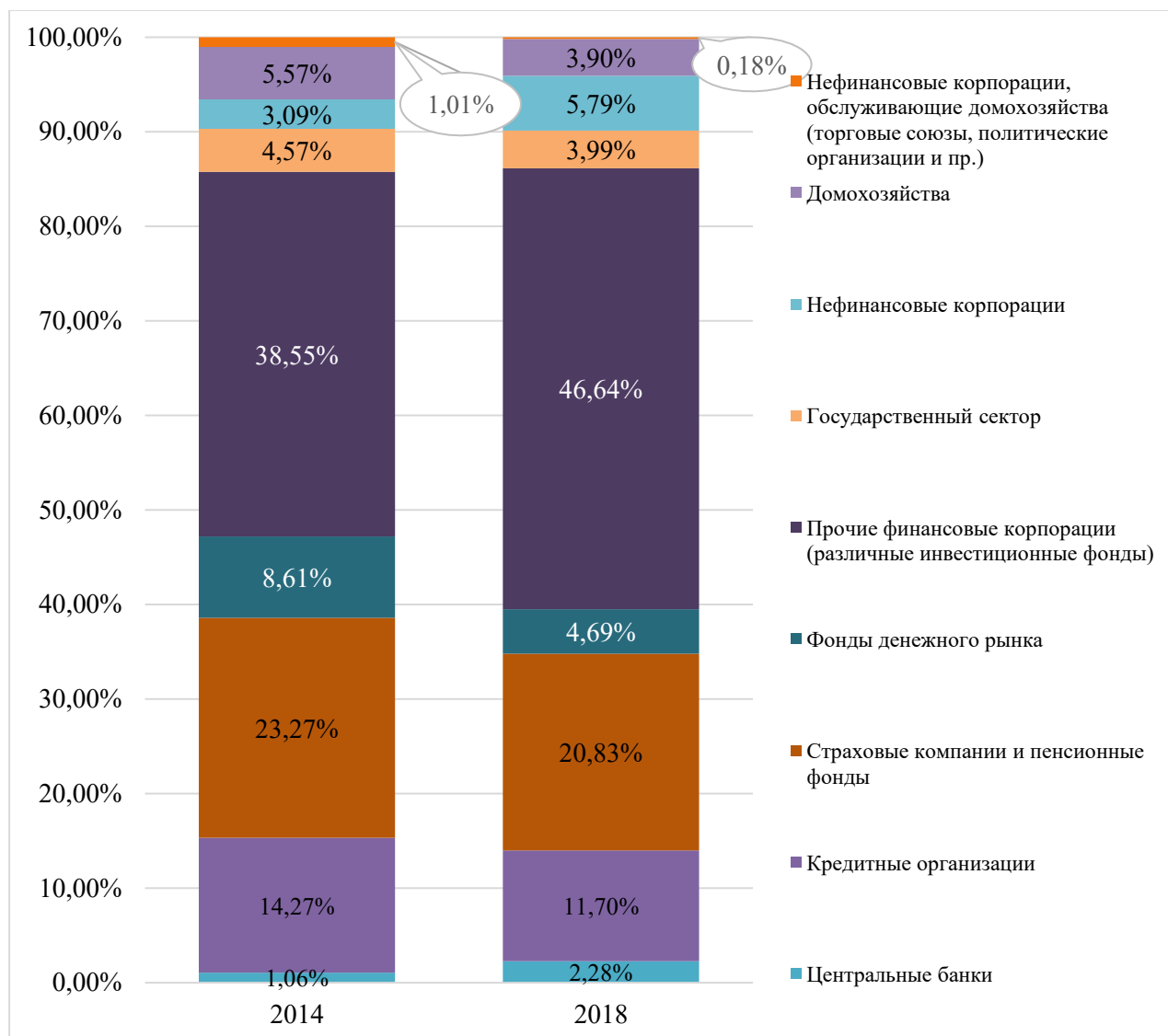
Определено, что индустрия управления активами является ведущим элементом институциональной структуры международного портфельного инвестирования, что обусловлено формированием тенденции к уменьшению роли банковского сектора и усилению роли прочих финансовых организаций. Кроме того, выявлены две ключевые тенденции развития индустрии управления активами: возрастание значения фондов абсолютной доходности (хедж-фондов); усиление управления капиталом через пассивные фонды (и ETF).

В ходе исследования было выявлено, что основной объём международных портфельных инвестиций в 2018 году приходился на прочие финансовые корпорации (инвестиционные фонды и другие), страховые компании и пенсионные фонды, а также кредитные организации, что показано на рисунке 4. При этом наблюдаются следующие тенденции: 1) увеличивается доля прочих финансовых корпораций как в относительном, так и в абсолютном выражении – с 13,6 до 20,8 трлн долл.; 2) уменьшается доля кредитных организаций; 3) растут международные портфельные инвестиции нефинансовых корпораций – с 1,09 до 2,6 трлн долл.; 3) снижается доля домохозяйств, страховых компаний и пенсионных фондов.

По определению МВФ, индустрия управления активами включает в себя различные инвестиционные единицы (все разновидности инвестиционных фондов – взаимные фонды, фонды, торгуемые на бирже (ETFs), фонды денежного рынка, фонды частного капитала (private equity), хедж-фонды) и их управляющие компании¹⁾. Таким образом, индустрия управления активами представляет собой самую активную и значимую часть международных портфельных инвесторов, имеющую большое значение для мировой экономики. Среднегодовые темпы роста активов под управлением с 2004 года составляли более 30%. Как показано на рисунке 5, размер

¹⁾ Global Financial Stability Report: Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks. – Washington D.C. : IMF, 2015. – P. 94.

общих активов под управлением с 2004 года вырос в 2,42 раза до более чем 90 трлн долл., что уже превышает объём мирового ВВП в текущих ценах.



Источник: составлено автором по данным: Coordinated Portfolio Investment Survey. – Текст : электронный // International Monetary Fund: [website]. – URL: <https://data.imf.org/CPIS> (дата обращения: 01.03.2020).

Рисунок 4 – Динамика международного портфельного инвестирования по секторам экономики в период 2014-2018 гг.



Примечание – В триллионах долларов.

Источник: составлено автором по данным: Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change. – Текст : электронный // PricewaterhouseCoopers : [website]. – 2017. – URL: <https://www.pwc.com/gx/en/asset-management/asset-management-insights/assets/awm-revolution-full-report-final.pdf> (дата обращения: 06.08.2019).

Рисунок 5 – Динамика глобальных активов под управлением

Структура индустрии управления активами включает взаимные фонды, прямое управление (mandates) и альтернативные инвестиции. В целом индустрия управления активами развивается в русле концентрации и централизации глобального финансового капитала. В настоящее время на первые 36 компаний по объёму активов под управлением приходится более 50% всех активов под управлением индустрии.

Тенденция к росту индустрии управления активами, ядром которой являются прочие финансовые организации в рамках классификации основных международных портфельных инвесторов, так же форсируется влиянием глобальных дисбалансов. Снижение нормы доходности в странах-эмитентах резервных валют, как главных территорий оборота международных портфельных инвестиций, способствует притоку капитала из банков в инструменты финансового рынка – главным образом, долевые ценные бумаги.

Ответом на изменения среды международного портфельного инвестирования в рамках индустрии управления активами становится развитие двух, во многом противоположных институциональных направлений – усиление значения фондов абсолютной доходности и экспансия пассивных фондов.

Идея достижения абсолютной доходности заключается в измерении конечного результата инвестирования как чистого отношения прибыли или убытка за определённый период безотносительно к какому-либо бенчмарку. Идея абсолютной доходности, главным образом, реализуется в фондах абсолютной доходности. Такие фонды могут быть организованы как взаимные фонды или как хедж-фонды. Хедж-фонды играют роль субъектов извлечения выгоды из движения капитала глобально, при этом оставаясь проводниками глобальных шоков в кризисных ситуациях¹⁾. Помимо прочего, до конца не изучен характер влияния хедж-фондов на валютные курсы развивающихся стран, что является одним из критических вопросов экономической безопасности стран-экспортёров сырьевых ресурсов, к которым относится и Россия²⁾.

Другой значительной тенденцией институционального развития международного портфельного инвестирования в последнее десятилетие становится рост активов в фондах пассивного инвестирования, главным образом, среди взаимных фондов. Такие фонды в отличие от фондов абсолютной доходности предлагают инвесторам участвовать с минимальными издержками в росте или падении выбранного бенчмарка. Согласно данным Morningstar, на пассивные фонды приходится значительный объём активов под управлением в индустрии: в США – 33%, в Азии (включая Японию) – 31%, в Европе – 19%. Наибольшую популярность пассивный подход имеет среди фондов облигаций.

Одной из относительно новых форм портфельных инвестиций, дополняющей взаимные фонды, являются фонды, торгуемые на бирже (exchange-traded fund, ETF). Данные фонды в целом повторяют подходы взаимных фондов, однако, главным их преимуществом и особенностью является возможность для инвестора покупать и продавать доли в них напрямую на бирже, как это происходит в акциях, что значительно упрощает доступ инвесторов к этим финансовым инструментам. В настоящее время существует более 8 тысяч ETF с общим объёмом активов под управлением в размере более 8 трлн долл. Самые крупные фонды с активами более 50 млрд долл. торгуются на американских и японских фондовых биржах.

¹⁾ Смирнов Ф.А. Влияние хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей / Ф.А. Смирнов // Мир новой экономики. — 2016. — № 1. — С. 49–54.

²⁾ Хмыз О.В. Особенности работы хеджевых фондов во время кризисов на формирующихся рынках / О.В. Хмыз // Управление риском. — 2006. — № 1. — С. 47–54.

Разработана универсальная схема управления капиталом Continuum, которая включает следующие принципы: фиксированного дохода; рыночной нейтральности; смарт-бета инвестирования; спекулятивных дискреционных действий. Continuum позволяет оптимизировать инвестиционный портфель активов широкому кругу частных и институциональных участников мирового финансового рынка, что показано на конкретных практических примерах.

В рамках научно-практической части настоящей работы с учётом сложившихся тенденций в сфере международного портфельного инвестирования разработана универсальная схема управления капиталом под названием Continuum. Continuum не является готовой инвестиционной стратегией или продуктом, но объединяет общие категории понимания механизмов движения капитала в форме трансграничных портфельных инвестиций. Так, исследование тенденций международного портфельного инвестирования и практический опыт управления клиентскими портфелями и хедж-фондом на международных рынках позволили сформулировать следующие принципы, включённые в универсальную схему на рисунке 6: 1) принцип фиксированного дохода; 2) принцип рыночной нейтральности; 3) принцип смарт-бета инвестирования; 4) принцип спекулятивных дискреционных действий.



Источник: составлено автором.

Рисунок 6 – Универсальная схема управления капиталом Continuum

Характеристики названных принципов, входящих в универсальную схему управления капиталом Continuum, представлены в таблице 1.

Таблица 1 – Характеристика принципов управления капиталом Continuum

Название	Краткое описание	Основные пользователи
Принцип фиксированного дохода	Эксплуатация рынка долговых ценных бумаг	Частные инвесторы, пенсионные фонды, суверенные фонды, страховые компании, центральные банки, банки, взаимные фонды, хедж-фонды
Принцип рыночной нейтральности	Построение портфелей с максимально низкой зависимостью от движения рынков	Взаимные фонды, хедж-фонды
Принцип смарт-бета инвестирования	Дифференциация динамики рынков	Взаимные фонды, хедж-фонды
Принцип спекулятивных дискреционных действий	Спекулятивная эксплуатация рыночных неэффективностей	Хедж-фонды

Источник: составлено автором.

Рассмотренные принципы международного портфельного инвестирования обладают универсальностью, так что каждый субъект, причастный к управлению капиталом, может находить подходящую для него форму применения каждого принципа. Мера использования каждого принципа зависит от целей владельцев капитала, их риск-толерантности, рыночных условий инвестирования и регулятивных кондиций.

Помимо теоретической значимости Continuum позволяет создавать организационные структуры управления капиталом, исходя из конкретных практических задач. Составные части Continuum могут быть использованы как для конструирования инвестиционных стратегий, ориентированных на достижение абсолютной доходности, так и для консервативных активных и пассивных стратегий инвестирования в долевые и долговые ценные бумаги при использовании производных финансовых инструментов, тем самым охватывая все сегменты международного портфельного инвестирования.

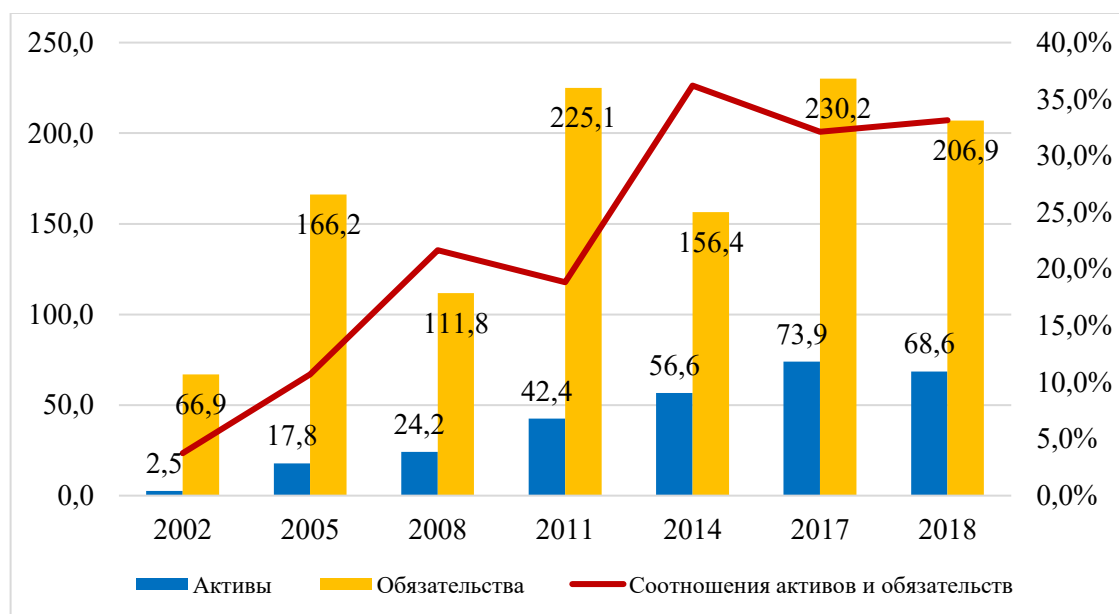
Предложены соответствующие современным условиям дисбалансов глобальной экономики механизмы совершенствования интеграции российской

экономики в сферу международного портфельного инвестирования, включая меры государственной политики по усилению статуса российского рубля как резервной валюты; приближение российских правовых норм к международным стандартам; проведение политики мягкой деофшоризации; предоставление субсидий и налоговых льгот для экспортеров финансовых услуг на рынки развитых стран; развитие национальных фондов абсолютной доходности и индексных фондов; расширение инвестиционных мандатов инвестирования средств ФНБ и международных резервов Банка России в трансграничные долевые ценные бумаги и создание глобальной частной инвестиционной структуры, осуществляющей международное портфельное инвестирование. Предложенные механизмы обуславливают повышение эффективности участия российского капитала в мировых экономических процессах.

Проблема эффективной интеграции российской экономики в мировую остаётся актуальной. Применительно к активам для портфельных инвестиций можно отметить недостаточное участие России в мировой финансовой системе. Объём финансового капитала в форме активов для портфельных инвестиций, относящихся к России, с 2002 года по 2018 год максимально составлял около 1% от общемирового объёма, если не учитывать в расчёте ценные бумаги в структуре международных резервов. Общий валовой объём активов для портфельных инвестиций, относящихся к России, с 2002 года вырос в 3,4 раза, что означает абсолютные темпы роста на 30% выше общемирового уровня. С учётом ценных бумаг в составе международных резервов общий валовой объём активов для портфельных инвестиций с 2002 года по 2018 год вырос в 4,2 раза. В целом российское портфельное инвестирование находится в рамках общемировой тенденции к росту объёмов, в том числе, трансграничных. При этом темпы роста российских портфельных инвестиций в целом значительно превышают общемировые темпы роста. Однако, несмотря на сложившуюся динамику, доля российских портфельных инвестиций в общем мировом объёме остаётся значительно ниже потенциально возможной.

В российской экономике постепенно увеличивается совокупная доля трансграничных портфельных инвестиций в общем объёме активов для портфельных инвестиций. Так, с 2002 года по 2018 год общая доля трансграничных портфельных инвестиций, представленных активами и обязательствами по вложениям в долевые и

долговые ценные бумаги, в общем объёме портфельных инвестиций увеличилась с 26% до 30% соответственно. Объём международных портфельных инвестиций, относящихся к России, за рассматриваемый период вырос в 4 раза – с 69,4 млрд долл. в 2002 году до 275,5 млрд долл. в 2018 году. Хотя для российской экономики наблюдается движение к более интенсивной интеграции в мировую экономику, с точки зрения портфельных инвестиций характер данной тенденции вызывает опасение, что показано на рисунке 7.



Примечание – В миллиардах долларов.

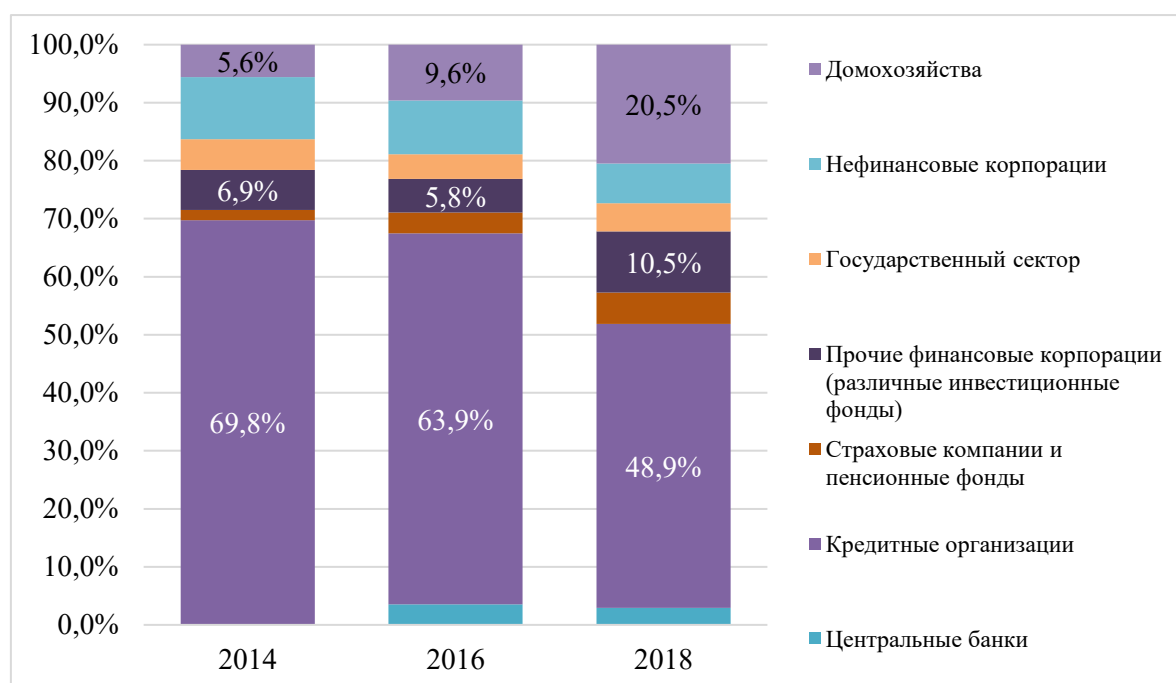
Источник: составлено автором по данным: Международная инвестиционная позиция. Статистика внешнего сектора. – Текст : электронный // Центральный Банк РФ : [сайт]. – URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/ (дата обращения: 01.03.2020).

Рисунок 7 – Соотношение общего объёма активов и обязательств по портфельным инвестициям российской экономики

Россия выступает, главным образом, реципиентом глобального финансового капитала в форме международных портфельных инвестиций, для которого вложения в активы развивающихся стран являются возможностью более доходного инвестирования по сравнению с активами развитых стран. С учётом разницы в процентных ставках и конечной стоимости фондирования это ведёт к перераспределению общественного продукта развивающихся стран в пользу мировых финансовых центров. В валютной структуре российских международных портфельных инвестиций доминирует доллар США, при этом с 2010 года на него приходится всё

большая доля инвестиций. На втором и третьем местах с большим отставанием находятся евро и прочие валюты.

В настоящее время российская финансовая система является более банко-ориентированной, и именно коммерческие банки являются основными субъектами аккумулирования сбережений российской экономики. Так, активы российского банковского сектора в 2019 году оценивались в 96,6 трлн рублей. На банки приходится большая часть международных портфельных инвестиций российской экономики в части активов. При этом наблюдается отчётливая тенденция к снижению роли банковского сектора в российском международном портфельном инвестировании, в то время как роль прочих финансовых организаций (инвестиционных фондов и прочих) возрастает. Также отмечается растущая роль домохозяйств в осуществлении российских портфельных инвестиций за рубеж, что показано на рисунке 8.



Источник: составлено автором по данным: Coordinated Portfolio Investment Survey. – Текст : электронный // International Monetary Fund: [website]. – URL: <https://data.imf.org/CPIS> (дата обращения: 01.03.2020).

Рисунок 8 – Распределение российских международных портфельных инвестиций по секторам экономики

Российская индустрия управления активами оформлена в рамках следующих направлений: 1) коллективные инвестиции посредством паевых фондов; 2) доверительное управление (ДУ) как физических, так и юридических лиц; 3) отдельные частные семейные офисы состоятельных граждан.

По оценкам РА Эксперт, на конец 2018 года совокупный объём активов под управлением в рамках ДУ и коллективных инвестиций составил 6,9 трлн рублей (99 млрд долл., рост в рублях – 14,14% в год с 2014 года), что практически в два раза меньше активов коммерческих банков, приходящихся на ценные бумаги¹⁾. Основными инвесторами выступают негосударственные пенсионные фонды и физические лица. Так, доля пенсионных накоплений составляет 39%, доля пенсионных резервов НПФ – 15%; ДУ физических лиц – 8%; ДУ корпоративных клиентов – 7% в общем объёме активов. На ЗПИФы приходится 18% всех активов, однако они по сути являются аналогом семейных офисов как формы организации управления капиталом состоятельных семей. Что касается страховых компаний, их активы не превышают 2,5 трлн рублей, в рамках которых на портфельные инвестиции приходится не более 38%²⁾.

Слабая интеграция российской экономики в мировую в части портфельных инвестиций объясняется рядом факторов, определяющих поведение глобального финансового капитала. Во-первых, фактор накопления финансового капитала в России является недостаточно выраженным. Относительная незрелость российских капиталистических отношений после распада СССР проявляется, в том числе, в незаконченном процессе первоначального накопления и концентрации российского капитала, а также в нечётком определении целей и задач его использования. Во-вторых, рубль не является резервной валютой и его роль в мировой валютной системе незначительна. В-третьих, и как следствие влияния первых двух факторов, российская финансовая инфраструктура (главным образом, российская индустрия управления активами) не наполнена капиталом в большом объёме, недостаточно развита и имеет слабый вес в мировой экономике. В-четвёртых, российское законодательство не имеет статуса международного в отличие от англо-саксонской системы права. В совокупности влияние данных факторов затрудняет эффективную интеграцию российской экономики в сферу международного портфельного инвестирования.

Для привлечения капитала в форме международных портфельных инвестиций необходимо усиливать роль российского рубля в качестве средства международных

¹⁾ Обзор рынка ДУ и коллективных инвестиций за 2018 год: от пенсий к рознице. – Текст : электронный // РА Эксперт. – URL: https://raexpert.ru/researches/ua/du_2018 (дата обращения: 02.03.2020).

²⁾ Структура активов страховых компаний: качественный рост. – Текст : электронный // РА Эксперт. – URL: https://www.raexpert.ru/researches/insurance/structure_2018 (дата обращения: 02.03.2020).

расчётов, постепенно приближая его к статусу резервной валюты. Также следует создать максимально комфортные условия для российского капитала внутри национальных границ, проводя, в том числе, политику мягкой деофшоризации. Отдельное внимание должно быть уделено развитию сектора финансовых услуг, а именно индустрии управления активами, с фокусом на международную экспансию. Для сохранения и повышения конкурентоспособности как на национальном, так и международном уровне российским участникам индустрии управления активами рекомендуется развивать направление фондов абсолютной доходности, для чего самым удобным инструментом в настоящее время являются закрытые паевые инвестиционные фонды для квалифицированных инвесторов.

Меры государственной поддержки в данном направлении могут осуществляться через предоставление субсидий на инвестиционное кредитование экспорта финансовых услуг на рынки развитых стран подобно программам поддержки при Минсельхозе и Минпромторге. Дополнительно могут предоставляться налоговые льготы для экспортёров финансовых услуг.

Адаптация общемировой тенденции распространения пассивных фондов в целом также необходима для российской экономики. Российским управляющим активами рекомендуется развивать направление индексных фондов, в первую очередь, облигационных, с минимальными издержками для инвесторов.

В-четвёртых, учитывая доминирующую роль англо-саксонского права в мировой финансовой системе и его преимущества при осуществлении хозяйственной, в первую очередь, инвестиционной, деятельности, следует по возможности приблизить российские правовые нормы к международным стандартам в части регулирования оборота инвестиций вообще и международных портфельных инвестиций в частности.

Будучи, в основном, реципиентом портфельных инвестиций, российская экономика извлекает недостаточную выгоду от размещения капитала на мировом финансовом рынке. Предлагается ввести мандаты инвестирования средств ФНБ и других международных резервов в трансграничные долевые ценные бумаги при использовании производных финансовых инструментов для хеджирования рисков. Тем более, что мировая практика вполне обосновывает данное предложение.

Если расширение инвестиционных мандатов для самых крупных владельцев капитала в форме международных портфельных инвестиций (ФНБ и Банка России)

невозможно, то предлагается создание глобальной частной инвестиционной структуры, осуществляющей международное портфельное инвестирование, в том числе, международных резервов, как одного из источников активов наряду с частным российским капиталом резидентов РФ и иностранным капиталом нерезидентов. Исходя из сложившихся тенденций международного портфельного инвестирования, такая структура должна представлять собой холдинг, институционально организованный в двух формах: 1) как зонтичная структура взаимных фондов; 2) как зонтичная структура хедж-фондов. Такая структура при наличии достаточного начального капитала (около 100 млн долл.) и эффективной стратегии развития может стать глобальным игроком в рамках индустрии управления активами со всеми последующими выгодами для её бенефициаров – в данном случае российского капитала. Кроме того, владение крупными пакетами акций (более 3% акционерного капитала) глобальных компаний, помимо возможности участия в росте их рыночной стоимости, позволяет влиять на корпоративное управление в данных компаниях.

III Заключение

Международное портфельное инвестирование, как форма движения глобального финансового капитала, играет большую роль в современной мировой экономике. Его состояние и направления развития во многом определяются характеристикой отдельных национальных экономик и международными экономическими отношениями, испытывающими влияние фундаментальных проблем и дисбалансов всей мировой финансовой системы. Так как российская экономика выступает, главным образом, реципиентом глобального финансового капитала, основным направлением государственной финансовой политики должно стать обеспечение баланса между привлечением капитала в форме портфельных инвестиций и участием российского капитала в международном портфельном инвестировании.

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

*Публикации в рецензируемых научных изданиях,
определённых ВАК при Минобрнауки России:*

1. Афанасьев, Д.Ю. Влияние операций центральных банков на международные финансовые рынки / Д.Ю. Афанасьев // Банковские услуги. – 2017. – № 7. – С. 10–19. – ISSN 2075-1915.

2. Афанасьев, Д.Ю. Российская экономика в отношении международного портфельного инвестирования / Д.Ю. Афанасьев // Финансовая экономика. – 2020. – № 5. – С. 334–338. – ISSN 2075-7786.

3. Афанасьев, Д.Ю. Философская проблема понимания капитала как общественной категории / Д.Ю. Афанасьев // Философия хозяйства – журнал Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. – 2018. – № 4 (118). – С. 118–137. – ISSN 2073-6118.

4. Афанасьев, Д.Ю. Эмпирический опыт рассмотрения статистического арбитража как экспликации принципа рыночной нейтральности в сфере международного портфельного инвестирования / Д.Ю. Афанасьев // Финансовая экономика. – 2019. – № 12. – С. 625–630. – ISSN 2075-7786.

Публикации в других научных изданиях:

5. Афанасьев, Д.Ю. Современный этап развития мировой экономики и формирование глобальных дисбалансов / М.Б. Медведева, Д.Ю. Афанасьев // Финансы, деньги, инвестиции. – 2016. – № 2 (58). – С. 3–8. – ISSN 2222-0917.