

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

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Кузнецов Алексей Владимирович,
доктор экономических наук, старший
научный сотрудник

Москва – 2021

Оглавление

Введение	4
Глава 1 Концептуальные основы международного портфельного инвестирования в мировой экономике.....	12
1.1 Особенности развития международных портфельных инвестиций в контексте финансовализации мировой экономики	12
1.2 Портфельные инвестиции как форма движения финансового капитала в мировой финансовой системе	24
1.3 Влияние глобальных дисбалансов на портфельное инвестирование в мировой экономике	35
Глава 2 Трансформация институциональной структуры международного портфельного инвестирования в условиях глобальных дисбалансов.....	60
2.1 Анализ динамики и современного состояния международного портфельного инвестирования	60
2.2 Генезис и современные характеристики институциональной структуры международного портфельного инвестирования.....	72
2.3 Принципы международного портфельного инвестирования: подходы и стратегии	91
Глава 3 Перспективы развития международного портфельного инвестирования в современных условиях.....	104
3.1 Возрастающее значение фондов абсолютной доходности и пассивных фондов в институциональной структуре международного портфельного инвестирования.....	104
3.2 Continuum: универсальная схема управления капиталом в форме международных портфельных инвестиций.....	122

3.3 Современное положение, особенности и перспективы интеграции России в сферу международного портфельного инвестирования	134
Заключение	156
Список литературы	163
Приложение А Междисциплинарный подход к определению сущности капитала в экономике	187
Приложение Б Система регулятивных институтов в мировой экономике .	205
Приложение В Общие принципы современных операций центральных банков	206

Введение

Актуальность темы исследования. Доминантной тенденцией современного этапа развития мировой экономики является её финансиализация, 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 долевые 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., Айхенгрин 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 объемом 4,3 п.л. (авторский объем 3,92 п.л.), в том числе 4 работы авторским объемом 3,55 п.л. 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.

Глава 1 Концептуальные основы международного портфельного инвестирования в мировой экономике

1.1 Особенности развития международных портфельных инвестиций в контексте финансиализации мировой экономики

Международное портфельное инвестирование, существуя в контуре мировой финансовой системы, подвержено влиянию её общих тенденций развития. Одним из главных факторов, определяющих облик мировой экономики с 1980-х годов, является глобализация. В отличие, например, от интернационализации, глобализация представляет собой принципиально новый уровень развития экономических отношений. Известный российский экономист Шишков Ю.В. характеризует глобализацию как процесс трансформации мирового хозяйства в единый экономический механизм, который соединяется не только системой международного разделения труда, но также международными сбытовыми и производственными структурами, глобальной финансовой системой, информационной сетью, причем экономические результаты приобретают всемирные масштабы [50, с. 17].

В этом смысле, суть явления «глобализация» на современном этапе можно выразить в понятии международной специализации, которая формируется, в первую очередь, на основе экономических решений глобальных структур, как финансовых, так и производственных (транснациональных банков и транснациональных компаний), а не на базе сравнительных конкурентных преимуществ отдельных национальных экономик. Эту мысль косвенно поддерживают многие ученые, например, Ломакин В. [34, с. 123] и Паньков В.С. [74, с. 14]. В целом, процесс глобализации следует рассматривать как форму всестороннего, зачастую разнонаправленного империализма, ориентированного на извлечение максимальной выгоды из неэквивалентных отношений между развитыми и развивающимися странами. Причем данный процесс осуществляется не одним

государством или народом, а общностью лиц, придерживающихся схожих ценностей и имеющих общие цели. Носители империалистических устремлений находятся в одной цивилизационной матрице, что позволяет им выступать единым фронтом, формально оставаясь гражданами разных государств [25, с. 10]. Примером может послужить единая позиция американских и европейских элит по поводу введения экономических санкций в отношении России в марте 2014 года.

Глобализация не является безальтернативным процессом. На наш взгляд, распространение глобализации не во всех странах и не всегда имеет объективные причины и зачастую приводит к возникновению негативных сдвигов в мировой экономике. Так, именно лидеры мировой экономики заинтересованы в продвижении и распространении как самого процесса, так и данного термина, в том числе и положения о неизбежности глобализации, чтобы обосновать и оправдать различные формы неэффективного вмешательства глобальных структур (ТНБ и ТНК) в национальное экономическое пространство развивающихся стран, а также, чтобы скрыть в той или иной мере факт приобретения экономической власти и контроля на новых территориях [112, с. 67].

Экономические и политические интересы развитых стран, которые оформляются в процессе глобализации экономики, наиболее отчетливо находят своё выражение в условиях финансовой глобализации. Принципы экономического либерализма, в первую очередь, свободное движение капитала, способствуют относительно более высоким темпам развития процессов глобализации в данной сфере.

Понятие «финансовая глобализация» обозначает процесс укрепляющейся взаимозависимости стран на фоне возрастания объема трансграничных финансовых сделок, потоков капитала, обращения финансовых инструментов, а также повсеместного распространения инновационных продуктов и коммуникационных средств. Финансовая глобализация находит своё проявление, в первую очередь, в снятии

возможных ограничений для доступа иностранных инвесторов на национальные финансовые рынки и беспрепятственном движении капитала между регионами и странами, для чего используются новейшие технологии и средства коммуникаций.

Можно выделить три основных фактора, которые ставят финансовый аспект в авангард глобализации. Во-первых, это ускоренные темпы перераспределительных процессов национального богатства от стран периферии мирового капитализма к странам Центра через многочисленные финансовые механизмы. Данный факт косвенно подтверждается известным финансистом Джорджем Соросом: «Несмотря на экстерриториальный характер, система мирового капитализма имеет Центр и периферию» [44, с. 157]. Кроме того, можно наблюдать структурный переход от механизма государственного вмешательства (плановая экономика) к рыночным инструментам управления. Также необходимо отметить преобладание и абсолютное доминирование объёмов глобального финансового рынка над рынком рабочей силы [129, с. 9].

Имущественная поляризация является неотъемлемым следствием капиталистического способа организации экономических отношений, но финансиализация мировой экономики многократно ускоряет данный процесс. Согласно исследованию инвестиционного банка Credit Suisse, в 2018 году 0,7% населения планеты обладали 47,2% мирового богатства; лидирует по данному показателю Россия, где 1% населения владеет более 55% национального богатства [103]. Авторы доклада отмечают, что одной из главных причин изменения уровня благосостояния отдельных групп населения является изменение валютных курсов и стоимости активов. Проблема имущественного неравенства обсуждается на самом высоком уровне, например, на Всемирном экономическом форуме в Давосе. Но риторика таких мероприятий сводится к поискам способов недопущения социальных потрясений на международном уровне и обеспечению безопасности элит от «непривилегированного» меньшинства. По мнению

известного финансового аналитика Чарльза Хью Смита, мировая финансовая архитектура способствует процветанию очень узкого круга лиц за счет маргинализации большинства [175].

Известный российский экономист Ярыгина И.З. в качестве важнейших факторов финансовой глобализации рассматривает: трансграничное движение капитала; дерегулирование и свободу рынков; отношения конкуренции; инновационные финансовые продукты; возможность секьюритизации финансовых ресурсов; коммуникационные и информационные технологии; стандартизацию продуктов и услуг (в первую очередь, финансовых); институт профессиональных администраторов рынков капиталов и услуг [5, с. 17]. Помимо вышеозначенных факторов следует отметить, что системообразующей чертой финансовой глобализации можно считать трансформацию валютного, денежного и финансового рынков в глобальные рынки, а также четкое определение ключевого субъекта данных рынков: им выступают крупнейшие наднациональные кредитные и прочие финансовые организации – финансовые ТНК и ТНБ.

На наш взгляд, отличительная черта современного этапа финансовой глобализации – это формирование финансово-экономического пространства глобального уровня, деятельность в рамках которого возможна только по стандартизированным, нормативно закреплённым и негласным, наднациональным правилам, позволяющим облегчить централизацию и концентрацию капитала на международном уровне. В этой связи возникает принципиально новый феномен – глобальный финансовый капитал [3, с. 51].

Глобальный финансовый капитал есть результат развития стремления капитала к сохранению и приумножению в экономическом отношении; общественное измерение глобального финансового капитала означает материальное проявление экономической власти отдельных социальных групп на глобальном уровне. Подробнее природа и философско-психологические свойства капитала рассмотрены в приложении А.

Для определения сущностных черт современной мировой финансовой системы и места международных портфельных инвестиций в ней необходимо подробнее рассмотреть феномен финансового капитала. Генезису финансового капитала посвящены работы многих экономистов уже на рубеже XIX-XX вв., среди которых: Р. Гильфердинг, В. Ленин, Н. Бухарин и другие. Ядром их научных изысканий является исследование путей и механизмов слияния банковского и промышленного капитала; качественное изменение роли банков в обществе от простых посредников до центров «современной хозяйственной жизни», главных «нервных узлов всей капиталистической системы народного хозяйства», рассмотрение рычагов влияния банков в обществе (от экономических до информационных и административных), а также качественных характеристик феномена финансового капитала (ссудная природа, растущая мобильность, «обезличенность», фиктивность) [31, с. 162].

В ходе своего развития финансовый капитал претерпел значительные изменения, в первую очередь, организационно-управленческого характера. На рубеже XIX-XX веков финансовый капитал (и как следствие сращивания его с государственными монополиями – политическая и финансовая власть) принадлежал конкретным структурам: семейным кланам Рокфеллеров, Морганов, Варбургов, Барухов, Дюпонов, Ротшильдов и прочих, к середине XX столетия региональным группировкам (кливлендская, чикагская и другие финансовые группы в США; баварская группа в ФРГ), универсальным группам (группа Deutsche Bank, Dresdnerbank, Commerzbank и прочие); к 70-м годам XX века – крупным финансово-промышленным группам, объединяющим предприятия в наиболее доходных отраслях: в военной (Локхид), в технологической (Филлипс, Уотсон), в нефтяной (Ханиц, Хьюз) и крупнейшие кредитные организации. Существенные изменения произошли в 80-х годах XX века: индивидуальная форма владения крупными пакетами акций компаний сменилась «собственностью институтов»: теперь распоряжение долевыми ценными бумагами проходит через систему банков, а также различных паевых, инвестиционных, хедж-фондов и семейных

офисов. Как следствие, персонифицированный, адресный внешний контроль над крупными компаниями перестал существовать, также постепенно стали размываться границы семейных, региональных, отраслевых групп. Это привело к ситуации, когда принятие решений и рычаги влияния и контроля в экономике, главным образом, развитых стран, стали почти полностью обезличенными, анонимными [3, с. 53].

Во многом, современная мировая экономика, в том числе ее «локомотив» – финансовая сфера, способствует выгоде небольшой социальной группы за счёт большинства. Такое разделение на привилегированных и непривилегированных наблюдается как в рамках более мелких социальных групп (одного населенного пункта, региона, страны, образовательного учреждения, неформального клуба и прочих), так и в мировом масштабе, например, в виде противостояния развитых и развивающихся стран. Привилегия в виде доступа к капиталу, государственным закупкам, средствам бюджета, кредитам в коммерческих банках, финансовому рынку, ликвидности центральных банках, власти государственной, идеологической, духовной существует само по себе, независимо от внешних проявлений человеческих отношений.

При этом мы не разделяем теорию общественно-экономических формаций, которая ставит во главу угла производительные силы общества, а идеологию, культуру и политику воспринимает в качестве надстройки. На наш взгляд, экономика как сфера отношений между людьми по поводу производства, распределения, обмена и потребления товаров и услуг в целом, так и ее отдельные проявления в виде способа производства, ссудного процента, регулятивных институтов национальных и мировой финансовых систем, способствует влиянию и достижению власти одних социальных групп над другими, как на национальном, так и на наднациональном уровнях. Подобной позиции придерживается известный экономист д.э.н., профессор Катасонов В.Ю. [25, с. 13].

Кроме того, следует высказать предположение, что с развитием международных отношений эксплуатационная сущность капиталистической системы трансформировалась из конфликта интересов в рамках одного национального государства в извлечение выгоды из неэквивалентного обмена идеологическими, культурными и экономическими продуктами целых государств в отношении других. Примером может послужить взаимодействие владельцев капитала и наёмных работников в Англии до наступления эпохи колоний и после.

Современные трактовки понятия финансового капитала варьируются от автора к автору, но в большинстве случаев сводятся к экономическому измерению понимания данного феномена. Так, например, Хотинская Г.И. считает, что финансовый капитал представляется собой интегрированную форму банковского и небанковского капитала, который задействован в различных видах деятельности и имеет различные вещественные и временные формы. Соответственно, финансовый капитал характеризуется выполнением ряда функций, в том числе мобилизационной, распределительной, воспроизводственной и информационной. Кроме того, он обладает реальной экономической силой как в национальных рамках, так и в мировом масштабе [79].

Финансовый капитал представляет собой единство денежной составляющей капитала и его материально-вещественного оформления. Соответственно, невозможно отрицать воспроизводственную основу финансового капитала, которая проявляется в значительной роли его «физической» составляющей. Однако, конституирующим признаком современной стадии его развития можно считать абсолютно доминирующее и обособленное положение его денежной формы, которая не только всё больше отрывается от капитала производственного, но также начинает самовоспроизводиться и эволюционировать, притом оказывая существенное влияние на материально-вещественные производственные факторы. Экономист Роберт Шиллер по этому поводу пишет так: «В последние

несколько десятилетий мы были свидетелями развития финансового капитализма – системы, в которой на передний план выходят финансы. Если в прошлом они были «служанкой» промышленности, то теперь, они превращаются в движущую силу развития капитализма» [49, с. 26].

Характерной чертой финансового капитала на современном этапе является его растущее обезличивание и утрата связи с производственной сферой и реальными факторами производства, что находит своё отражение в непропорциональном росте фиктивной составляющей.

Учитывая вышеуказанную характеристику финансового капитала, многие экономисты называют современный этап развития мирохозяйственных связей термином «финансиализация» или, по слову известного российского экономиста Ю.М. Осипова, «финансономикой», сущность которого заключается в следующем: господствующее место финансовой составляющей в мировой экономике дает нам право определять современный этап мирохозяйственных связей «не просто как экономику (экономику с финансами), а как финансовую экономику, то есть экономику, управляемую в основе и в решающей степени финансовым образом через финансовые механизмы и в финансовых целях» [41, с. 247].

Понимая сущность финансовой глобализации как феномена (доминирование денежной формы капитала в структуре факторов производства и превращение ее в самостоятельную субстанцию, оторванную от производственной сферы), следует выделить характерные черты современного этапа развития мировой экономики: 1) увеличение доли финансового сектора (в развитых стран его доминирующее положение); 2) многократное превышение объема операций на финансовых рынках над сделками с реальными товарами, в том числе, доминирующее положение сделок с производными финансовыми инструментами; 3) возрастающее значение инструментов фиктивного капитала в структуре активов предприятий и, как следствие, возрастание доли дохода от их использования в структуре прибыли компании; 5) трансграничная концентрация и

централизация капитала; б) накопление и репликация глобальных дисбалансов.

Особую роль в изменении структуры современного мирового хозяйства играет резкое возрастание оборота фиктивного капитала. Фиктивный капитал – особый вид собственности, оформленный в виде ценных бумаг, который дает возможность владельцу получать доход в форме процента или дивиденда [10, с. 58]. Хотя финансовые инструменты являются капиталом для их владельцев, так как приносят доход, сами по себе они, однако, лишены всякой прибавочной стоимости и не участвуют в воспроизводственном процессе. Основой возникновения и развития фиктивного капитала является капитал ссудный, однако сами финансовые инструменты нельзя считать таковым. Они – только форма, в которой капитал отдается в ссуду, или сфера, в которую он помещается.

Развитие глобального финансового капитала характеризуется разрастанием доли фиктивной составляющей его структуры. В доказательство приведем данные, подтверждающие значительное опережение темпов роста международных активов банков и объема сделок с многочисленными финансовыми инструментами по сравнению с фактическими потребностями мировой экономики в них.

Банк международных расчетов оценивает среднедневной оборот операций кассового сегмента мирового валютного рынка примерно в 6,6 трлн долларов США, что означает рост по сравнению с показателем 2010 и 2007 годов в 1,7 и 2 раза соответственно [134]. Трансграничные кредитные обязательства банков в мировой экономике, по данным БМР, составили на сентябрь 2018 года 14,25 трлн долларов США, что свидетельствует о более чем трехкратном увеличении по сравнению с 2000 годом [95]. Что касается срочных валютных контрактов, то обязательства по ним достигли на декабрь 2018 года 95,8 трлн долларов США, показав рост по сравнению с 1998 года также почти втрое [133].

Для сравнения объем международной торговли в 2017 году достиг 17,43 трлн долларов США, что означает рост за период 2002-2018 гг. только в 2 раза [138]. Объем накопленных инвестиций в производственные фонды за год в период 2006-2017 гг. находился в диапазоне 14,5 – 31,5 трлн долларов США, а в период после кризиса этот показатель показал рост только на 117,2% [137].

Годовой объем ВВП, в 2018 году достигший 80,74 трлн долларов США, увеличился по сравнению с докризисным уровнем (2006 год) на 57%, а по сравнению с уровнем 1998 года в 2,6 раза [182].

На современном этапе эволюции финансового капитала аккумулированные средства чаще всего употребляются не в процессе производства, а направляются на финансовые рынки, становясь объектом инвестирования ради получения дохода без контроля над самим объектом, а также для приобретения и обращения других финансовых инструментов. Кругооборот капитала происходит через цепочку многочисленных финансовых посредников, главный интерес которых заключается, во-первых, в получении прибыли за счет разницы цены покупки и цены продажи, во-вторых, в получении комиссионного вознаграждения и, в-третьих, в присвоении дохода в виде ссудного процента. Это обуславливает разбухание фиктивного капитала до невероятных масштабов.

Как следствие, развиваются финансовые рынки и финансовые операции. Такое развитие характеризуется существованием многочисленных финансовых инструментов, в том числе деривативов, и позволяет создать некий временной буфер для отсрочки проявления результата принятия того или иного экономического решения. Формируется воспроизводственная основа для появления дисбалансов как на уровне одного предприятия, так и на глобальном уровне. Возможность длительной отсрочки проявления производственных дисбалансов связана не только с утратой кредиторами (владельцами ссудного капитала) контроля над конечным использованием

аккумулируемого денежного капитала, но и с нежеланием кредиторов и инвесторов такой контроль иметь.

На ранних стадиях развития денежных отношений кредит играл значительно меньшую роль, однако в условиях глобализации кредитные отношения занимают доминирующее положение в мировой экономике благодаря обращению финансового инструмента, что опирается, в первую очередь, на кредитный рычаг совокупности мировых банковских институтов. Кроме того, на современном этапе товарно-денежные отношения, особенно в развитых странах, носят преимущественно кредитный характер: работники продают в кредит свою рабочую силу, покупая потом товары и услуги в кредит; предприниматели используют банковский и коммерческий кредит для операционных целей или для расширения масштабов своей деятельности, вдобавок к этому, юридические лица, от мелких до крупнейших, держат свои временно-свободные средства на счетах в банках, создавая им кредитные ресурсы; государство также является активным участником кредитных отношений, выступая как в качестве кредитора, так и в качестве должника. Зачастую создается ситуация, когда за несколько кругов делового цикла не происходит расчета в «натуральной» форме – одна ссуда берется для погашения другой и так далее. Возникает проблема долговой петли, причем это явление наблюдается на всех вышеописанных уровнях рыночных отношений: от расчета индивидуальных предпринимателей с поставщиками до межгосударственных отношений.

Подавляющее большинство расчетов на основе кредита происходят через образование нового долга (в том числе, путем выпуска различных финансовых инструментов) либо через его преобразование из одной формы в другую. На современном этапе дисбалансы появляются как со стороны кредитора, так и со стороны должника. Должник, используя различного рода финансовые инструменты, банковские ссуды, инструменты реструктуризации задолженности может длительное время скрывать свою неплатежеспособность. Так и банковские институты, аккумулируя денежные

средства и направляя их преимущественно на финансовые рынки, ориентируются не на возможность заемщика вернуть ссуду путем создания прибавочной стоимости в виде товаров и услуг, а на способность профессиональных участников финансовых рынков получать комиссионное вознаграждения от обращения фиктивного капитала и уплаты долга с процентами из спекулятивных операций, не имеющих ничего общего с созданием реального общественного продукта.

Данные тенденции ведут к масштабному системному сокрытию дисбалансов воспроизводственной сферы, ярким примером которого может служить разбухание рынка ипотечного кредитования в США перед финансовым кризисом 2007-2009 годов. Схожая причина лежит в основе кризиса «доткомов» в начале 2000-х годов.

Глобальный финансовый капитал – это финансовый капитал в его «чистом» виде, не имеющий как национальной принадлежности, так и четкой промышленной, банковской или какой-либо другой экономической формы капитала. Так, он может существовать в любой форме: в торговой, банковской, денежной и других. Глобальный финансовый капитал спекулятивен, так как, главным образом, обращается вне производственного цикла; фиктивен, так существует в виде финансовых инструментов за пределами любых реальных благ; виртуален, потому что находится в обращении на финансовых рынках вне производства; интернационален, так как представляет глобальные интересы в отличие от «национального» производственного капитала; агрессивен, поскольку основной его задачей является экономическая экспансия на новые экономические пространства; элитарен (олигархичен), так управление его движением нацелено на концентрацию и реализацию контроля над мировыми финансовыми потоками в руках глобальной бизнес-элиты. Степень концентрации и централизации глобального финансового капитала сегодня достигает критических масштабов ввиду цифровизации всех сфер человеческой жизни, в том числе, и мировых финансов, что требует особого внимания со стороны регулятивных институтов [52].

Хотя на предшествующих этапах своего развития финансовый капитал действовал на транснациональном уровне и стремился участвовать в процессах перераспределения мировой прибавочной стоимости, но именно процесс глобализации способствовал его трансформации в инструмент мгновенного привлечения мировых ресурсов и управления ими через использование финансовых инструментов, обращающихся на глобальном уровне, что приводит нас к понятию международного портфельного инвестирования.

1.2 Портфельные инвестиции как форма движения финансового капитала в мировой финансовой системе

Глобальный финансовый капитал может осуществлять своё движение в различных формах, но в силу своей фиктивности он помещается в финансовые инструменты, главным образом, ценные бумаги. Процесс такого помещения является одним из видов инвестиций.

Традиционная классификация подразделяет инвестиции на три группы – прямые, портфельные и прочие. Под прямыми инвестициями понимают «долгосрочные вложения капитала в новые здания, оборудование, товарно-материальные запасы и т.д.» [38]. Прямые инвестиции обычно осуществляются с целью контроля над объектом инвестирования, что согласно рекомендациям ОЭСР, означает владение инвестором долей в 10% и более голосующих акций компании [181].

К прочим инвестициям относятся банковские ссуды, торговые кредиты, лизинг, приобретение иностранной валюты, размещение средств на депозитах и прочее.

Портфельные инвестиции – это инвестиции в долевые и долговые ценные бумаги. Всемирный банк определяет портфельные инвестиции как инвестиции в форме группы активов (портфеля), включающей операции с долевыми ценными бумагами (обыкновенные акции) и долговыми ценными бумагами (банкнотами, облигациями, долговыми расписками) [194].

Инвестиционная энциклопедия под портфельными инвестициями имеет в виду активные или пассивные вложения в портфель ценных бумаг, который составляется в ожидании получения дохода от него [193].

По своей природе портфельные инвестиции не могут существовать без рынка ценных бумаг. В научном, деловом и языковом обороте понятия «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок» используются как синонимы [2, с. 15]. Так, Э.Я. Брегель определял фондовые операции, как «операции, объектом которых служат различного рода ценные бумаги» [10]. Ценные бумаги как титул собственности, образуя фиктивный капитал, являются формой приращения капитала с точки зрения широкого подхода; ценные бумаги – «суть сферы вложения для ссудного капитала» [37, с. 527]. Ценные бумаги, в первую очередь, акции, обращаются на организованном рынке – бирже, что обусловлено необходимостью концентрации капитала; при этом сделки с долговыми ценными бумагами происходят преимущественно на внебиржевом рынке.

Ценные бумаги в течение их жизненного цикла могут покупаться и продаваться большим количеством инвесторов, что позволяет таким образом эффективно привлекать и инвестировать капитал субъектам экономики. Обыкновенно при портфельном инвестировании владение ценными бумагами не предполагает участие в управлении объектом инвестирования. Основные виды ценных бумаг, которые относятся к портфельным инвестициям представлены в таблице 1.

Таблица 1 – Виды ценных бумаг в составе портфельных инвестиций

Инструмент	Сущность	Виды
1	2	3
Долевые ценные бумаги (equity securities)	Все инструменты, подтверждающие права требования на остаточную стоимость активов компании после того, как были удовлетворены требования всех кредиторов	Акции, доли инвестиционных фондов, депозитарные расписки (ADR, GDR, EDR)

Продолжение таблицы 1

1	2	3
Долговые ценные бумаги (debt securities)	Обращающиеся финансовые инструменты, служащие подтверждением долгового обязательства; обычно по долговым обязательствам требуется выплата основной суммы инвестиции и/или процентов в будущем	- долгосрочные (конвертируемые облигации, не участвующие привилегированные акции, бескупонные облигации, индексированные облигации, asset-backed securities) - краткосрочные казначейские векселя, банковские акцепты, депозитные сертификаты, коммерческие бумаги)

Источник: составлено автором по [82].

Доли инвестиционных фондов относятся к форме коллективных инвестиций, при которой капитал инвесторов собирается в единый пул для инвестирования в различные активы. Такие фонды выпускают акции (если выбрана корпорация как организационная форма) или паи (если выбран траст как организационная форма). При этом если доля инвестора в инвестиционном фонде превышает 10%, такая инвестиция относится к прямому инвестированию, а не портфельному.

Также отличительными характеристиками портфельных инвестиций является фактическая анонимность отношений между эмитентами ценных бумаг и инвесторами и высокий уровень торговой ликвидности в таких инструментах.

Глобализация мировой экономики создаёт принципиально новые условия для аккумуляции и перемещения портфельных инвестиций. В силу новых характеристик капитала и динамики технического прогресса портфельные инвестиции достигают максимальной мобильности, вследствие чего становится возможной мобилизация финансовых ресурсов в значительном объеме от разных субъектов мировой экономики. Далее эти ресурсы размещаются в широкий спектр финансовых инструментов на ликвидном поле мирового финансового рынка.

Существование глобального финансового капитала подразумевает существование феномена международных портфельных инвестиций и

международного портфельного инвестирования. Международный валютный фонд (МВФ) под международными портфельными инвестициями понимает трансграничные операции и позиции, включающие долговые и долевые ценные бумаги [190]. По сути, международными портфельными инвестициями являются портфельные инвестиции, при которых одним из контрагентов сделки является нерезидент.

Международное портфельное инвестирования становится процессом движения глобального финансового капитала в поле мирового финансового рынка. Международные портфельные инвестиции абсолютизируют природу финансового капитала и обладают следующими характеристиками: 1) фиктивность; 2) спекулятивность; 3) обезличенность; 4) мобильность; 5) трансграничность; 6) концентрированность.

Теперь рассмотрим современные теоретические проблемы, связанные с инвестициями, которые должны стать предметом для дальнейшего рассмотрения по исследуемой теме. Так, некоторые исследователи, следуя широкому подходу к определению фондового рынка, относят к портфельным инвестициям производные финансовые инструменты. Такой точки зрения придерживается, например, Рубцов Б.Б. [167] и Игнатова О.В. [68]. Однако данная трактовка портфельных инвестиций вызывает возражения, поскольку деривативы являются контрактами, заключаемыми прежде всего с целью страхования от неблагоприятного изменения цены базового актива в будущем (например, самих портфельных инвестиций в долевые и долговые ценные бумаги), которые в настоящее время широко используются в спекулятивных целях. Производные финансовые инструменты не являются ценными бумагами, которые приносят доход инвестору в виде процентов или дивидендов, и инвестирование в них не является по своей природе вложением с точки зрения получения дохода, но сделкой, имеющей своей целью хеджирования риска или спекуляцию.

В отношении деривативов остаются следующие дискуссионные вопросы. Во-первых, какие именно деривативы необходимо принимать во

внимание. Банк международных расчётов приводит статистику оборота биржевых и внебиржевых производных финансовых инструментов. К биржевым деривативам относятся валютные контракты, фьючерсы на процентные ставки и опционы, что показано в таблице 2.

Таблица 2 – Операции с биржевыми деривативами

В миллиардах долларов

Инструмент	Открытые позиции			Среднедневной оборот	
	Декабрь 2016	Декабрь 2017	Март 2018	2016	Март 2018
Фьючерсы	26169	33669	44535	5152	8580
Процентная ставка	25944	33381	44267	5046	8429
Валютные операции	225	289	268	106	151
Опционы	41076	47315	61027	1502	2219
Процентная ставка	40954	47191	60890	1489	2105
Валютные операции	122	124	137	13	14
Всего	67245	80984	105562	6654	10799

Источник: составлено автором по данным [134].

Как следует из приведённой таблицы, объём открытых позиций в биржевых деривативах составил в конце 2017 года 100,37% от мирового ВВП. При этом динамика оборота была следующей: в период с декабря 2016 года по март 2018 года объём открытых позиций вырос на 57%, в том числе, оборот фьючерсов на процентную ставку – на 70,63%, оборот опционов на процентную ставку – на 48,68%. Общий среднедневной оборот данного сегмента мирового финансового рынка вырос в аналогичный период на 62,3%.

Примечание – По данным Всемирного банка, на конец 2017 года мировой ВВП составил 80,684 трлн долларов [159].

Более значимую роль в обороте деривативов играет внебиржевой рынок (over-the-counter, OTC). Так, номинальная стоимость находящихся в обращении контрактов на конец 2017 года составила 531,9 трлн долл. США, или 659% от мирового ВВП, что рассмотрено в таблице 3.

Таблица 3 – Объём внебиржевого рынка деривативов

В миллиардах долларов

Инструмент	Номинальная стоимость контрактов в обращении		Рыночная стоимость контрактов в обращении	
	2016	2017	2016	2017
Всего	482422	531912	14948	10956
Валютные операции	78781	87117	3324	2293
Процентные ставки	385514	426649	10636	7579
Контракты, привязанные к акциям (equity-linked)	6253	6572	477	575
Биржевые товары (commodity)	1671	1862	204	189
Кредитные контракты	10103	9577	301	312
Прочие	100	137	6	8

Источник: составлено автором по [134].

Вторым дискуссионным вопросом в части деривативов является проблема оценки их стоимости. В научной литературе основное внимание уделяется именно номинальной стоимости производных финансовых инструментов. При этом сущность некоторых деривативов заключается в том, чтобы при минимальных затратах максимально использовать тот или иной вид финансовых отношений – то есть, номинальная стоимость представляет собой некую виртуальную величину, которая практически никогда не реализуется при исполнении контракта.

Рыночная стоимость контрактов в обращении означает максимальный финансовый результат контрагентов (прибыль/убыток) при условии полного выполнения обязательств сторонами сделки. Например, при покупке или продаже опционов на покупку акций рыночной стоимостью данного контракта будет величина премии, уплаченная покупателем и полученной продавцом,

которая в зависимости от времени до экспирации, цены страйк и волатильности цены базового актива будет изменяться. Номинальная же стоимость такого контракта представляет собой лишь потенциальную рыночную стоимость базового актива (в данном случае акций), которые могут быть получены или доставлены в течение срока контракта либо на момент экспирации – что обыкновенно не происходит.

Рыночная стоимость внебиржевых деривативов в мировой экономике на конец 2017 года составила 13,58% от мирового ВВП, что почти в 50 раз меньше их оценки по номинальной стоимости.

Хотя при дальнейших выводах мы не включаем деривативы в состав портфельных инвестиций, нельзя не отметить факт их тесной связи с оборотом ценным бумагам. Кроме того, рост общего объёма сделок с деривативами свидетельствует о растущем экономическом и финансовом значении данного сегмента мировых финансов для всех участников международных экономических отношений, в том числе для портфельных инвесторов, и создаёт сложности для регулятивных институтов. Возрастающая интенсивность среднедневного оборота операций с деривативами, как фактор высокой ликвидности, является источником новых возможностей и угроз для стабильности мировой финансовой системы.

Будучи функцией глобального финансового капитала, портфельные инвестиции тесно переплетаются с другими видами инвестирования, особенно с формами прочих инвестиций. Анализ такого переплетения должен стать одним из направлений дальнейших исследований по данной теме. Для изучения этого аспекта следует ввести понятие портфельного инвестора. Портфельный инвестор – субъект финансовых отношений, физическое или юридическое лицо, который владеет капиталом и осуществляет управление им в форме портфельных инвестиций с целью его приращения. Портфельный управляющий – профессиональный портфельный инвестор, который кроме собственного капитала может управлять капиталом других лиц. С этой точки зрения практически любые действия портфельного инвестора

(управляющего), связанные с использованием финансовых инструментов для достижения декларируемой цели сохранения и приумножения капитала следует расценивать как портфельные инвестиции, что продемонстрировано в таблице 4.

Таблица 4 – Характеристика портфельного инвестирования

Субъект	Объект	Форма	Цель
Портфельный инвестор (управляющий)	Капитал	Финансовые инструменты различной природы	Сохранение и приращение капитала (получение прибыли)

Источник: составлено автором.

На практике портфельные инвесторы (управляющие) в зависимости от своих стратегий могут использовать широкий спектр финансовых инструментов – акции, облигации (биржевые и внебиржевые), торгуемые на бирже фонды (exchange-traded funds – ETFs), паи инвестиционных и взаимных фондов, депозитные сертификаты, инструменты рынка FOREX (например, для спекулятивной торговли валютами), деривативы (опционы, варранты, свопы, фьючерсы) и структурированные продукты. Деятельность портфельного инвестора (управляющего) носит систематический характер в отличие, например, от спекулятивной торговли финансовыми инструментами в чистом виде, хотя сама спекулятивная торговля может быть единственной стратегией, применяемой портфельным инвестором (управляющим) для достижения декларируемой цели – сохранения и приращения капитала.

Портфельные инвестиции институциональных инвесторов (пенсионных, суверенных, благотворительных, эндаумент-фондов) могут включать значительную долю инвестиций в инфраструктурные проекты, что обуславливается необходимостью совместимости активов и обязательств данных субъектов экономических отношений [193].

Характерной чертой действий портфельного инвестора является принятие им риска. Философская концепция принятия риска, именуемая

«своей шкурой на кону» («skin in the game»), как единственный критерий оправданности получения общественных выгод широко разработана в трудах современного мыслителя Н. Талеба [46, с. 60]. Данная точка зрения является частным выражением общей методике, рассмотренной в приложении А.

Портфельные инвестиции обыкновенно считают «горячими» деньгами, которые нацелены только на получение краткосрочной прибыли и не заинтересованы в долгосрочном развитии объекта инвестирования, однако, такая точка зрения существует вследствие высокой мобильности портфельных инвестиций, заключающейся в возможности инвестора быстро «выходить из позиции», трансформировать инвестицию в денежные средства. Так, благоприятные и неблагоприятные новости о публичной компании или стране могут спровоцировать высокую волатильность цены соответствующего актива. При этом для портфельного инвестора не важен сам характер новости и движения цены: оценка того или иного события зависит от позиции инвестора. Цель портфельного инвестирования (получение прибыли) достигается в случае положительного денежного потока на вложенные средства. Соответственно, при позиции «лонг» («игре на повышение»), покупке ценных бумаг, прибыль образуется при превышении цены покупки плюс полученные дивиденды или купоны над ценой продажи; при позиции «шорт» («игре на понижение»), продажи заёмных ценных бумаг, при превышении цены продажи минус начисленные дивиденды или купоны над ценой покупки.

В качестве примера приведём два события. Первое событие связано с выходом позитивных новостей и последующим ростом цены актива. 31 мая 2018 года стало известно, что фонд частных инвестиций SoftBank Vision Fund вложит 2,25 млрд долларов в проекты американской компании-автопроизводителя General Motors для объединения усилий в конкурентной борьбе за рынок беспилотных автомобилей. Акции компании General Motors выросли за 2 часа на 11,42%. Так, портфельные инвесторы (управляющие), которые покупали (имели длинную позицию) могли на данной новости

заработать, а те, кто продавали (имели короткую позицию), могли понести убытки. Данный пример, в том числе, может случить наглядным изображением влияния одной формы инвестирования на другую – инвестиций в частный капитал (private equity) на инвестиции в публичные ценные бумаги.

Второе событие связано с негативными новостями и последующим падением цен на активы. 6 апреля 2018 года стал известен список российских компаний, которые попадают под санкции США, вызванные действиями российской стороны в Крыму, Украине и Сирии. Одной из компаний стал российский производитель алюминия РУСАЛ. В следующую торговую сессию акции РУСАЛа, обращающиеся на Гонконгской и Московской фондовой бирже, потеряли около половины стоимости. В данном случае портфельные инвесторы с короткой позицией могли заработать, а инвесторы с длинной позицией понести убытки.

На практике характер портфельного инвестирования определяется применяемой портфельным инвестором (управляющим) инвестиционной стратегией. Действительно, высокочастотная (high-frequency trading, hft) и внутридневная торговля (intraday trading) представляют собой форму «горячих» портфельных инвестиций. Но, кроме этого, существуют многочисленные долгосрочные формы портфельных инвестиций, что стирает «тем самым» временную грань между прямым и портфельным инвестированием» [68]. Так, известный финансист Уоррен Баффет начинал с небольших вложений в ценные бумаги; через некоторое время всё возрастающий капитал под управлением потребовал приобретения больших долей в компаниях, которые были выбраны объектом инвестирования. В настоящее время инвестиционный фонд Уоррена Баффета владеет несколькими десятками компаний в полном объёме (100% капитала принадлежит инвестору) и крупными долями в публичных компаниях. Например, доля компании Уоррена Баффета в глобальном банке Wells Fargo составляет 9,5% [173]. Уоррен Баффет, будучи изначально портфельным инвестором, решил задачу сохранения и приращения капитала долгосрочным

ростом стоимости своих инвестиций через постепенное осуществление наиболее полного контроля над ними.

Также существует проблема несовершенства международной статистики, отражающей инвестиционную активность. Проблемы адекватного отражения внешней финансовой статистики усугубляются стремительным ростом интенсивности международных финансовых потоков. В части оценки международного портфельного инвестирования существует несколько вполне конкретных проблем: во-первых, обязательства по портфельным инвестициям трудно поддаются счёту для национальных органов, если транзакции по ним учитываются не во внутренних (национальных) депозитариях; во-вторых, информация об активах портфельных инвестиций весьма ограничена в доступе; в-третьих, существует значительных временной лаг (как минимум один квартал для квартальных данных); в-четвёртых, подход к оценке сложных для статистического учёта финансовых инструментов (варранты, сделки РЕПО) весьма различен у разных национальных органов. Так, ведутся дискуссии о необходимости совершенствования системы сбора и предоставления информации касательно портфельных инвестиций [115]. Одним из решений обозначенных проблем может стать совершенствование системы «позиция к позиции» (security-by-security), оценивающей изменение статуса конкретной ценной бумаги. Данный подход уже частично реализуется, например, Банком международных расчётов.

Природа глобального финансового капитала позволяет ему свободно перемещаться в мировой финансовой системе, выбирая ту форму своего помещения, которая наиболее эффективна в каждый конкретный момент времени. Наличие большого количества активов, могущих стать объектом инвестирования, и возможность для крупного капитала занимать как небольшие (например, портфельные инвестиции в ценные бумаги), так и значительные позиции (прямые инвестиции в крупные предприятия) требует комплексного анализа поведения глобального финансового капитала (и его владельцев) в рамках дальнейших исследований.

1.3 Влияние глобальных дисбалансов на портфельное инвестирование в мировой экономике

Современная модель мировой экономики характеризуется хроническим дисбалансом между спросом и предложением, что приводит к последствиям на глобальном уровне. Но что такое дисбаланс вообще? Кембриджский словарь даёт следующие определения этому термину (англ. imbalance): 1) ситуация, при которой две вещи, равные в нормальном состоянии, перестают быть таковыми; 2) ситуация, при которой вещи разделены неравно или несправедливо; 3) ситуация, при которой вещи не равны в размере, объёме, важности и прочем, или когда одна группа имеет больше преимуществ перед другими группами [174]. Описание проблемы дисбалансов в мировой экономике существенным образом будет зависеть от смысла, вкладываемого в само данное понятие.

Применительно к мировой экономике описание дисбалансов неизменно приводит к факту неравномерного экономического развития в мировом хозяйстве. Очевидно, что страны первого эшелона развития капитализма имеют неоспоримые преимущества перед всем остальным миром – например, с точки зрения накопления капитала [15]. Настоящее богатство формируется поколениями, и только развитые страны имели достаточно времени и средств к этому. Наличие капитала есть главная предпосылка для экономического процветания общества; фактически капитал и есть критерий экономического процветания. Чем больше капитал, тем больше в абсолютном выражении доход, который он может приносить. Это и есть главный дисбаланс, пропасть между развитыми и развивающимися странами, преодоление которой вряд ли возможно в скором времени.

Дополнительно бенефициары сложившейся системы настолько увлеклись процессом сохранения и приращения капитала, что Роберт Шиллер вынужден был так описывать состояние общества до кризиса 2007-2009 годов: «Экономическая теория, утверждавшая, что нам ничего не угрожает, попросту

ввела население и правительство с большинством экономистов в приятное заблуждение» [7, с. 23]. Данная позиция базируется на третьем определении дисбаланса.

Второе определение весьма субъективно, степени равенства и справедливости вряд ли могут быть точно определены.

Первое же определение очень широко распространено в академической науке, и исследователи проблем мировой экономики зачастую прибегают к нему, иногда неосознанно. Это определение удобно. Оно не ставит под вопрос фундаментальные основы общественного устройства, но позволяет изучать ошибки сложившейся системы. Сравнение различных определений дисбаланса представлено в таблице 5.

Таблица 5 – Подходы к определению дисбалансов

Тип	Подход к определению	Понимание определения	Проявление
Первый	Узкий	Нарушение функционирования сложившейся системы	Дисбалансы мировой экономики в её современном состоянии
Второй	Узкий	Состояние неравного или несправедливого распределения	Дисбалансы неравного распределения мирового продукта или инвестиционных потоков
Третий	Широкий	Состояние фундаментального неравенства составных частей системы	Глобальный дисбалансы неравенства, следствие природных различий и неравномерности развития

Источник: составлено автором.

Конечно, мы не являемся сторонниками социального дарвинизма в том смысле, в котором его понимали Чемберлен, Аммон, Ратценхофер и другие. Мы не оправдываем привилегированное положение одних классов по отношению к другим и не указываем причины такого положения, но лишь констатируем факт природного и экономического неравенства, во-первых, отдельных людей внутри одного общества и, во-вторых, обществ между собой и считаем, что самой правильной формой отношений между людьми на любом

уровне будет та, что наиболее гармонично отражает как характеристики отдельной личности *an sich*, так и её вклад в общее дело.

Существующая модель мировых финансов, несомненно, содержит дисбалансы первого типа на глобальном уровне, что создаёт препятствия для укрепления благосостояния всей мировой экономики в существующем виде.

Прежде чем перейти к описанию сложившихся дисбалансов мировой финансовой системы, необходимо дать более подробную характеристику сущности современной мировой финансовой архитектуры, которая представляет собой организационную форму экономических отношений на международном уровне.

На современном этапе развития международных отношений мировая финансово-экономическая система трансформировалась в единый глобальный механизм, для которого характерны следующие черты: 1) всемирный охват; 2) адаптивность под любые общественные процессы; 3) наличие экономической основы в виде экономического либерализма для слияния различных культурно-исторических типов; 4) присутствие иерархичности, представленной на рисунке 1; 5) присутствие теневых элементов (коммерческая тайна, офшоры, деятельность благотворительных фондов, отмывание доходов, полученных преступным путём); 6) наличие тенденции к концентрации и централизации глобального финансового капитала (власти и экономических рычагов управления) [43].



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Иерархия современной мировой финансово-экономической системы

Подробная схема взаимодействия участников международных экономических отношений представлена в научных работах российского экономиста Смирнова Ф.А. Основным тезисом его исследования является факт цельности, слаженности и, как следствие, взаимозависимости функционирования основных элементов мировой экономики, среди которых выделяются не только экономические институты (например, ТНБ, ТНК, инвестиционные фонды и прочие), но и мозговые центры (RAND Corporation, Chatham House), ведущие СМИ (The Economist, Financial Times), общепризнанные авторитеты (Уоррен Баффет, Нуриэль Рубини, Джордж Сорос, Джозеф Стиглиц) и международные дискуссионные клубы (Римский клуб, Бильдербергский клуб) [43].

Приведенный перечень элементов позволяет утверждать, что с помощью них в рамках мировой финансово-экономической системы возможно достигать любых целей в рамках международных экономических отношений. В этом смысле справедливо поставить вопрос о проблеме управляемости, означающей, что бенефициары современной мировой экономики могут оказывать необходимое влияние практически на любой отдельный субъект, управлять фундаментальными процессами и формировать, например, ценовые тенденции ключевых активов. Наглядным примером проявления управляемости могут служить некоторые ценовые отклонения на финансовых рынках. Один из главных вопросов древнеримского судопроизводства звучал так: *cuī bono?* Выгодно ли для бенефициаров современной мировой финансово-экономической системы углубление глобального дисбаланса неравенства? В некотором смысле, да. Выгодно ли им сохранять фундаментальный характер отношений в сложившейся системе и устранять те проблемы, которые могут нарушить её функционирование? Очевидно, что да.

Важным блоком современной мировой финансово-экономической системы являются регулятивные институты, которые представляют собой

цельную институциональную структуру. В качестве объективной необходимости формирования системы международного регулирования финансово-экономических отношений обычно выделяют следующие факторы: 1) укрепление взаимосвязи и взаимозависимости национальных экономических систем; 2) рост объема международного обмена товарами, услугами, рабочей силы; 3) возрастание объемов трансграничных потоков капитала и транснационализация производства (создание глобальных цепочек стоимости); 4) унификация правового поля суверенных государств и упрощение проведения сделок и операций, а также разрешение хозяйственных споров, в том числе в судебном порядке; 5) обеспечение валютно-финансовой стабильности с целью снижения рисков, возникающих при проведении расчетных операций; 6) потребность регулирования степени вмешательства государства по вопросам регулирования международных экономических отношений; 7) развитие международного межотраслевого сотрудничества и потребность в создании специализированных организаций.

Кроме того, усиливающиеся экономические связи и сотрудничество между хозяйствующими субъектами требуют скоординированных действий ввиду усиления глобальных дисбалансов. Также необходима координация в части разработки комплекса мер по выявлению и предотвращению, или, в крайнем случае, смягчению последствий глобальных кризисов, что возможно только в условиях международного сотрудничества. В свою очередь, возникает потребность в переговорах по согласованию и применению выработанных действий и рекомендаций на уровне национальной политики и ее приспособлению к возникающим общим интересам.

Таким образом, функционирование различных регулирующих институтов на современном этапе является объективной реальностью, также требуется отдельное изучение их роли и влияния на мировую экономику. Усложнение характера взаимодействий международных отношений обуславливает необходимость принятия оперативных решений при помощи особого институционального механизма. На современном этапе развития

мировой экономики в качестве элементов такого механизма выступают международные экономические институты и организации, иерархия которых помещена в приложении Б.

Особую роль в современных условиях начинают играть центральные банки стран-эмитентов резервных валют, так как именно они создают основу для ресурсной подпитки платежеспособного спроса в мировой экономике, что выражается в бесконтрольном разбухании фиктивного капитала и создании многочисленных финансовых инструментов. Во-первых, являясь эмитентами интернациональных платежных средств, выходящих за национальные границы, спрос на которые зависит главным образом от внешних, не имеющих национальной принадлежности, факторов (инвестиционная, хеджировочная, спекулятивная деятельность на мировых финансовых рынках), центральные банки развитых стран своими действиями могут значительно влиять на финансовые процессы мирового хозяйства.

Во-вторых, центральные банки-эмитенты резервных валют имеют соответствующие инструменты банковского надзора и регулирования и могут значительно корректировать поведение, в частности, инвестиционные стратегии системообразующих кредитных и прочих финансовых организаций. В современной финансовой архитектуре мировой экономики одним из наиболее значимых элементов являются операции крупнейших коммерческих и инвестиционных банков, которые всесторонне поддерживаются центральными банками и международными финансовыми организациями. Такой вывод можно сделать, в первую очередь, исходя из того, что фиктивный капитал имеет изначально ссудную природу, что определяет всё более активное участие кредитных организаций в обращении финансовых инструментов.

Банки не только обеспечивают кредитными ресурсами участников экономических отношений на финансовых рынках (рыночных спекулянтов, профессиональных участников и других) для проведения операций с фиктивным капиталом, но также и сами всё чаще становятся инициаторами

проведения сделок по созданию и обращению финансовых инструментов. Они могут, например, выступать в качестве андеррайтеров, маркет-мейкеров рынка, приобретать ценные бумаги на свой баланс, а также создавать и организовывать обращение производных финансовых инструментов.

Операции банков являются основой в схеме «Д-Д'-Д''», при которой первоначальная стоимость в форме ссудного капитала употребляется для создания или обращения ценных бумаг и других финансовых инструментов, что позволяет участникам рынка получать дополнительную прибавочную стоимость Д''. Заметим, что существует тенденция всё большего отдаления момента аккумуляции первоначальной ссуды и момента ее использования в производственном цикле (если такой момент вообще имеет место быть). Поэтому на современном этапе кредитные организации трансформируются в финансовых посредников нового сорта, оказывающих специфические финансовые услуги и всё более оторванных от реального производства.

Некоторые эксперты, например, известный российский экономист Навой А.В. [3] считают, что основной причиной доминирующего положения крупнейших банков в операциях обращения фиктивного капитала выступает модифицированный эмиссионный механизм одного из видов квазиденег – частных банковских депозитов, что дает ТНБ постоянный доступ к «эмиссионным запасам» центральных банков [155].

Если на предшествующих стадиях эволюции финансового капитала, особенно в условиях «товарной» денежно-кредитной системы, банки были ограничены в проведении своих активных операций потребностью и требованием к ликвидности для осуществления текущих расчетов (к примеру, в случае, если один из клиентов переводил средства с кредитного счета из одного банка в другой), то на современном этапе ликвидность полностью поддерживается ресурсами центрального банка и межбанковским рынком. В современных условиях, когда банки имеют постоянный доступ к инструментам модифицированного рефинансирования, перестает существовать потребность кредитных институтов в привлечении

дополнительных ресурсов для формирования пассивов, так как любая активная операция становится обеспеченной фактически неограниченной депозитной эмиссией. Это означает, что основой резкого роста фиктивного капитала на современном этапе развития мировой экономики выступает эмиссия банками частных денег, которая основана на политике центральных банков стран-эмитентов резервных валют, которые предоставляют возможность обмена квазиденег (частных денег банков, главным образом, депозитов) на законные платежные средства [3].

Примечание – В условиях «товарной» (например, «металлической») денежно-кредитной системы основой эмиссии выступали золото и/или серебро.

Такая модель становится возможной, в том числе, ввиду специфики операций центральных банков, главным фокусом которых становится таргетирование краткосрочных процентных ставок и обеспечение функционирования платежной системы. В этой деятельности центральные банки полностью опираются на систему коммерческих банков, в первую очередь, транснациональные банки. Характеристика современных операций центральных банков рассмотрена в приложении В.

Характеристика современных операций крупнейших банков делает институт центрального банка в целом особым регулирующим элементом, серьезно влияющим на структуру мировой экономики на современном этапе, а, возможно, при особых обстоятельствах ее определяющим.

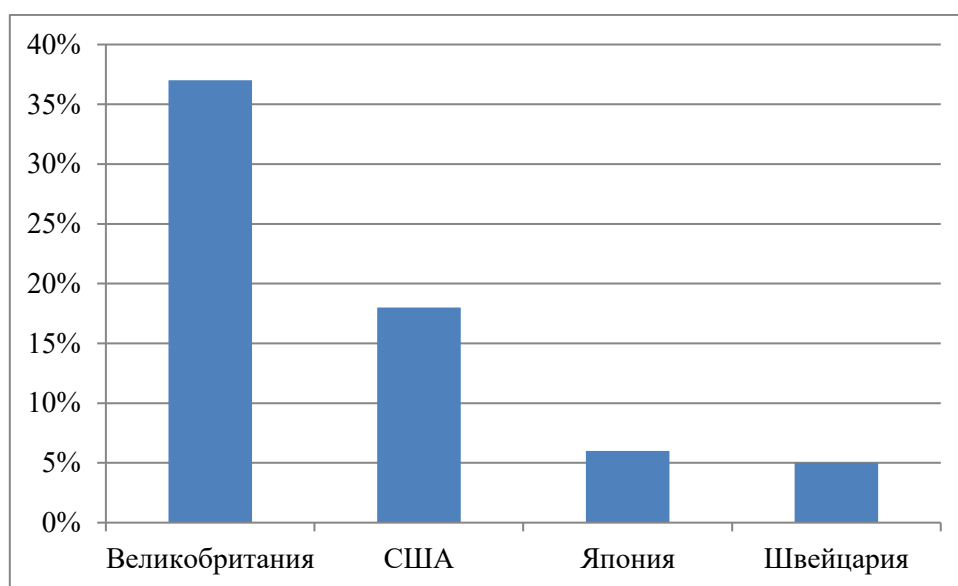
Проблема глобальных дисбалансов рассматривается в научных трудах многих ученых, в том числе, в работах известного экономиста Б. Айхенгрин [6]. Обладая специфическими характеристиками, современная мировая финансовая система содержит следующие глобальные дисбалансы, влияющие на движение капитала в форме портфельных инвестиций: 1) дисбаланс сбережений и потребления (инвестиций); 2) дисбаланс внешнего финансирования; 3) противоречие между глобальным характером финансового рынка и национальным контуром регулирования [42, с. 26].

Дисбаланс сбережений и инвестиций заключается в том, что в мировой экономике формируются два полюса стран: 1) группа стран с устойчивым положительным сальдо счёта текущих операций платёжного баланса (Германия, Китай, Нидерланды и экспортёры ресурсов, в первую очередь, энергоносителей); 2) группа стран с устойчивым отрицательным сальдо текущих операций платёжного баланса (развитые страны – США, Великобритания, Франция; Индия, Бразилия, ЮАР, Мексика).

Профицит счёта текущих операций ведёт к росту национальных сбережений, а дефицит означает необходимость в привлечении внешнего финансирования. В закрытой экономике национальные сбережения равны инвестициям, в условиях глобальной экономики капитал свободно пересекает национальные границы. Таким образом, возможно создание устойчивого состояния финансирования дефицита счёта текущих операций за счёт привлечения иностранного капитала в форме прямых, портфельных и прочих инвестиций. Кроме того, если капитал, сформированный за счёт профицита счёта текущих операций платёжного баланса, не используется в виде национальных сбережений, то он вывозится на мировые финансовые рынки, что фактически означает кредитование других участников мировой финансовой системы.

Современный дисбаланс сбережения и потребления состоит в том, что излишний уровень потребления стран с устойчивым дефицитом текущего счёта финансируется излишними сбережениями стран с профицитом текущего счёта. Так, возникает глобальное движение капитала, главным образом в форме международных портфельных инвестиций, из излишне сберегающих стран в страны излишне потребляющие. В итоге на полюсе сбережения формируются финансовые активы, финансирующие обязательства полюса потребления. Дисбаланс заключается в том, что данный поток капиталов в условиях неопределённости может в любое время прекратиться, что будет иметь дестабилизирующее влияние на мировую финансовую систему.

В современных условиях накопление капитала происходит в резервных валютах, главным образом, тех стран, что имеют наибольшую потребность в финансировании дефицита счёта текущих операций – США и Великобритания, что показано на рисунке 2. При этом финансовые институты, в первую очередь, ТНБ, в этих странах становятся своего рода передаточными звеньями в процессе оборота глобального финансового капитала, организуя и регулируя его движения.



Источник: составлено автором по данным БМР [135].

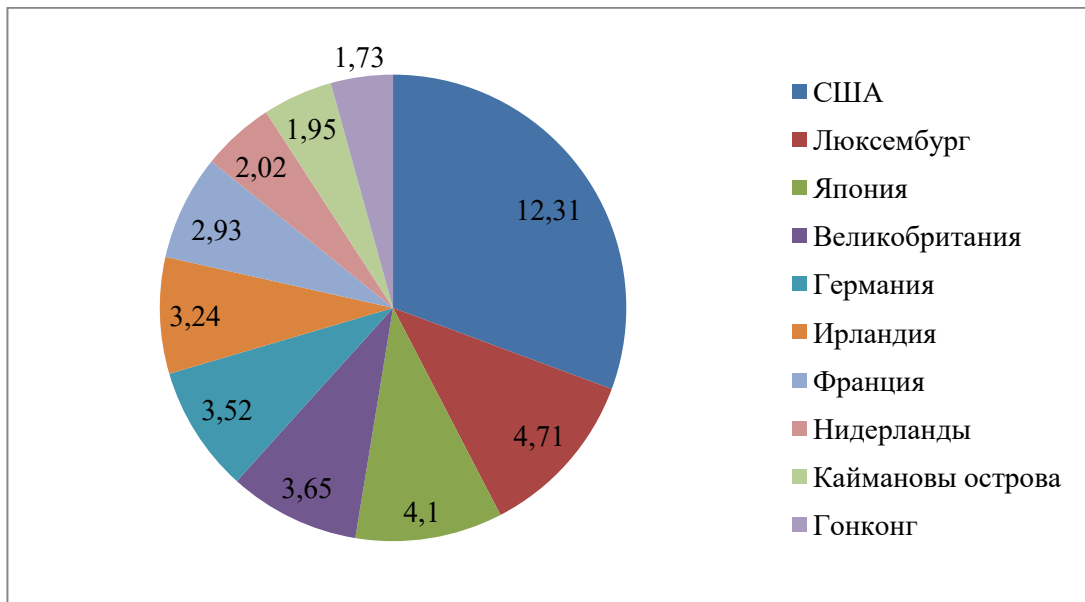
Рисунок 2 – Объем операций внебиржевого рынка иностранной валюты

Дополнительным фактором служит глобальное падение нормы сбережения и инвестирования на фоне низких реальных долгосрочных ставок процента в большинстве стран [136]. Низкие процентных ставки фактически нивелируют возможность капитала сохраняться и прирастать, форсируя более агрессивное приложение в сферах, предлагающих большие возможности к самовозрастанию.

После 2004 года ФРС США предприняла попытку улучшения сложившейся ситуации. Планомерное повышение процентной ставки с 1,25% в июне 2004 года до 5,25% в июне 2006 года стало драйвером для усиления стимулов к сбережению в экономике США и притоку иностранного капитала. Однако последующий глобальный финансовый кризис 2007-2009 годов и

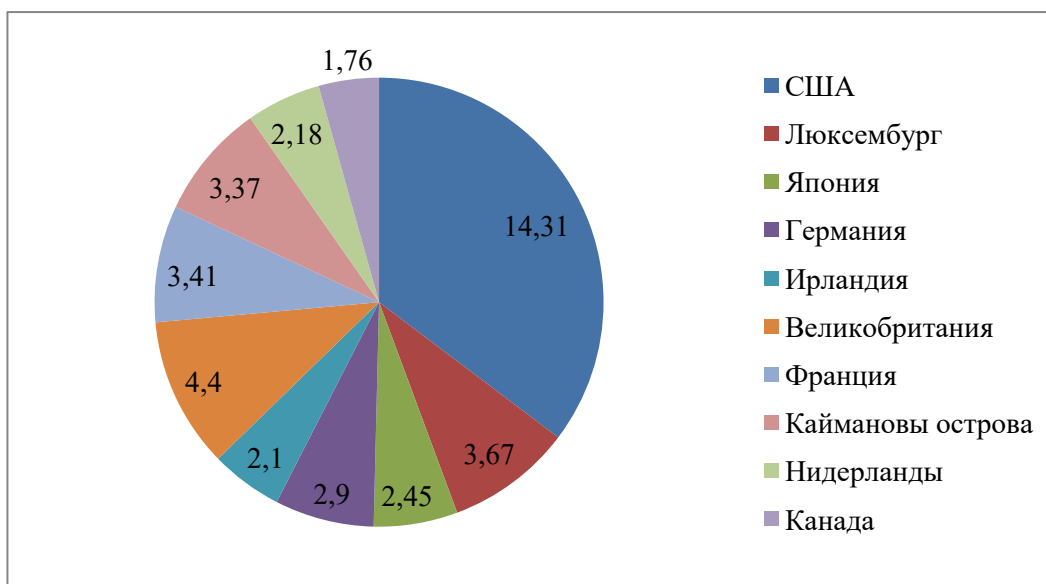
введение программ количественных смягчений создали новую среду для движения капитала и международного портфельного инвестирования.

В рамках глобального дисбаланса сбережения и потребления развитые страны не только активно привлекают капитал в форме портфельных инвестиций, но сами осуществляют портфельные инвестиции по всему миру. Современная мировая финансовая архитектура характеризуется высокой степенью централизации, что подтверждается статистикой регионального распределения международных портфельных инвестиций, изображённом на рисунке 3 и рисунке 4.



Источник: составлено автором по данным МВФ [177].

Рисунок 3 – Объём международных портфельных инвестиций (активы) по странам в 2018 г., в триллионах долларов



Источник: составлено автором по данным МВФ [177].

Рисунок 4 – Объем международных портфельных инвестиций (обязательства) по странам в 2018 г., в триллионах долларов

Как показывают данные статистики, США являются абсолютным лидером как в части активов, так и в части обязательств по трансграничным портфельным инвестициям. Доля США в общем объеме международных портфельных инвестиций составляет в обоих случаях более 20%. На Великобританию и США совокупно приходится 26% в части общемировых активов и 30% в части обязательств. Всего на 10 лидеров в части активов приходится 66% от общемировых международных портфельных инвестиций; среди них 8 развитых стран, 1 офшорная юрисдикция (Каймановы острова) и мировой финансовый центр Гонконг. А в части обязательств по портфельным инвестициям на 10 лидеров приходится так же 66% общемирового объема; среди них 9 стран относится к разряду развитых (Канада заменила Гонконг) и одна офшорная юрисдикция (Каймановы острова).

Вполне справедлив тезис Джорджа Сороса о ключевой оси взаимоотношений Центра и Периферии в мировой финансовой системе и в разрезе международного портфельного инвестирования. Страны Центра являются основными бенефициарами международного движения капитала в форме портфельных инвестиций. Центром в данном случае являются США, Великобритания, Япония и страны Западной Европы, среди которых особое

место занимает англосаксонский финансовый кластер, что подтверждает д.э.н., старший научный сотрудник Кузнецов А.В [80]. Периферией являются остальные страны, в том числе, Россия.

Применительно к сфере международного портфельного инвестирования такой уровень централизации можно объяснить наличием следующих факторов, определяющих поведение глобального финансового капитала: 1) фактор накопления; 2) фактор резервных валют; 3) фактор финансовой инфраструктуры; 4) фактор правовой среды. Среди названных факторов сложно выделить главный, каждый отдельный фактор является причиной всех прочих и наоборот, что способствует эффекту мультипликации.

Первоочередным фактором является фактор накопления, который означает, что капитал в форме портфельных инвестиций устремляется в те финансовые активы, которые уже наполнены капиталом. Страны с развитой экономикой имеют возможность осуществлять портфельные инвестиции и принимать их благодаря предшествующему процессу длительного накопления капитала в их национальных границах. Дополнительным драйвером образования капитала является наполнение каналов глобальной ликвидности валютами развитых стран через инструменты монетарной политики их центральных банков – здесь фактор накопления подкрепляется фактором резервных валют.

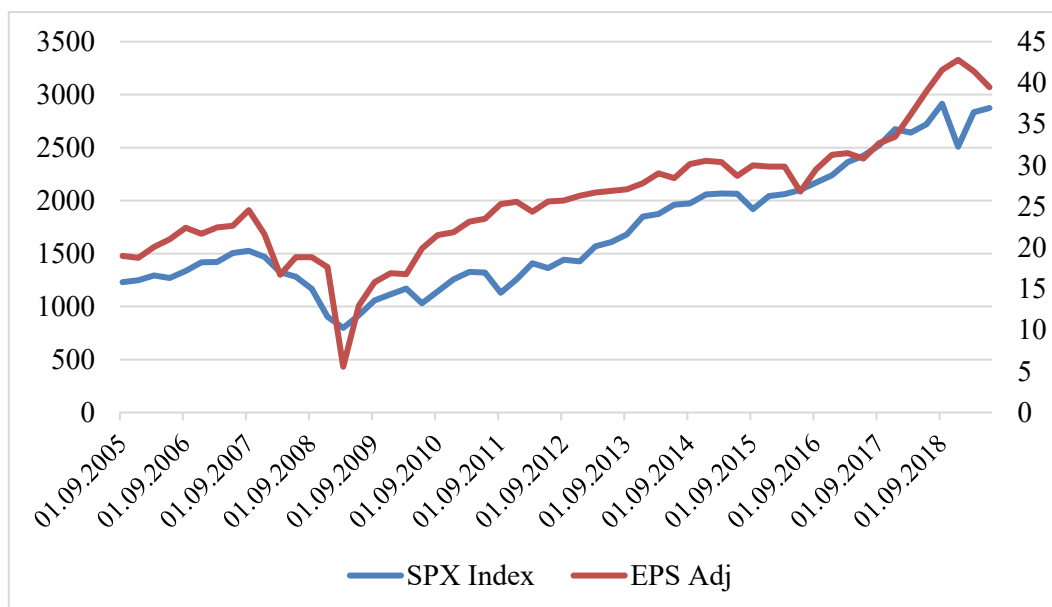
Кроме того, программы количественных смягчений стран-эмитентов резервных валют повлияли на фундаментальную основу экономических отношений на финансовых рынках, так что за последние двадцать пять лет произошла трансформация традиционного бизнес-цикла в цикл роста стоимости активов. Вместо того, чтобы позволить рецессии естественным образом снижать цены на активы, ведущие финансисты и политики взяли курс на «Великую умеренность» («Great Moderation») для выравнивания экономических циклов и сглаживания периодов спада и подъема. Такой позиции придерживались бывшие председатели совета управляющих ФРС

США Алан Гринспен и Бен Бернанке, а также бывший премьер-министр Великобритании Гордон Браун.

Поэтому сегодня довольно сложно осуществлять долгосрочные международные портфельные инвестиции, так как это означало бы покупку активов по их исторически максимальным ценам. В настоящих условиях предпочтение отдается финансовым инструментам, которые могли бы меньше всего пострадать от возможной рецессии, спровоцированной сжатием кредитного плеча, которое было сформировано совокупностью кредитных институтов с опорой на сверхмягкую монетарную политику центральных банков.

Чем больше каналы глобальной ликвидности наполняются платежными средствами стран-эмитентов резервных валют, тем активнее раскручивается маховик мировой инфляции – что есть в некотором виде изменённый вариант дилеммы Триффина. Так, эмиссия резервных валют, в том числе в рамках программ количественных смягчений, не имеет прямого инфляционного следствия для национальных контуров их обращения, в первую очередь, ввиду глобальности оборота этих платёжных средств по каналам мирового финансового рынка, во вторую очередь, потому, что глобальность их оборота поддерживается спросом на эти валюты по всему миру. Фактически эмиссионный механизм центральных банков стран-эмитентов резервных валют становится ключевым звеном перераспределения совокупных национальных сбережений развивающихся стран в пользу развитых стран.

Центральные банки стран-эмитентов резервных валют как создатели и регуляторы глобальной ликвидности влияют на цены активов на международных финансовых рынках. Сверхмягкая монетарная политика ведёт к размытию основ процесса ценообразования на финансовые инструменты. За последние пять лет значительно ослабла связь между динамикой финансовых показателей американских компаний и значением индекса S&P500, что представлено на рисунке 5.



Источник: составлено автором по данным Bloomberg [150].

Рисунок 5 – Динамика индекса S&P500 и скорректированного показателя дохода на одну акцию (EPS Adj) входящих в него компаний

Реализация программ количественного смягчения в странах-эмитентах резервных валют эксплицировалась в снижение доходностей, как государственных, так и высококлассных корпоративных облигаций [166].

Рост цен на активы становится главным видимым следствием разбухания глобальной ликвидности. Так, сводный индекс MSCI World, демонстрирующий динамику фондового рынка развитых и развивающихся стран, свидетельствует о росте цен активов выше докризисных уровней. Ведущие биржевые индексы (американский S&P500 и Nasdaq, британский FTSE100, немецкий DAX) находятся на максимальных исторических значениях [164].

Балансы центральных банков стран-эмитентов резервных валют увеличиваются в размерах непропорционально их основной функции [165]. В дополнение к этому факту некоторые центральные банки становятся активными инвесторами на национальном и мировом финансовых рынках. Например, Банк Японии владеет в настоящее время около 2,5% всей рыночной капитализации Токийской фондовой биржи через ETF [144]. А Национальный Банк Швейцарии и Банк Швеции напрямую инвестируют в акции публичных компаний, в том числе международных, и наращивают свои позиции [198].

Сопоставление балансов главных центральных банков сводится к следующим отношениям: (в % от национального ВВП): ФРС имеет более 24%, ЕЦБ – более 25%, Банк Японии – более 70%, Народный Банк Китая – более 40%, Банк Англии – более 20% [143].

Фундаментальная основа функционирования финансовых рынков испытывает прямое вмешательство со стороны монетарных властей, а большое количество ликвидности деформирует воспроизводственную модель, в первую очередь, формируя дисбаланс между сбережениями и потреблением, предложением и спросом на глобальном уровне. В итоге экономическими субъектами принимаются неправильные решения, которые усугубляют проблему глобальных дисбалансов.

Центральные банки стран-эмитентов резервных валют сформировали инвестиционную среду, в которой ключевые участники международных финансовых рынков фактически обязаны совершать инвестиционные операции без учёта фундаментальной оценки стоимости активов. Это становится проблемой для институциональных инвесторов. Объём мировых пенсионных накоплений составляет более 44 трлн долл. [122]. Низкие доходности активов могут стать причиной несоответствия между пенсионными активами и обязательствами, что уже частично наблюдается в США [132]. Сокращение данного разрыва в условиях низких доходностей (и процентных ставок) возможно только через использование более рискованных инструментов и стратегий портфельного инвестирования, что ввиду большого капитала под управлением дополнительно способствует инфляции активов на финансовых рынках. Данная проблема усугубляется снижением доли экономически активного населения в странах ОЭСР, Японии, США, Китае – лидерах промышленного производства и регионах образования капитала. Кроме того, некоторые пенсионные фонды вынуждены покупать акции в силу необходимости отвечать регулятивным требованиям к составу инвестиционного портфеля. Например, Государственный Пенсионный Инвестиционный Фонд Японии совершает инвестиционные операции с

японскими акциями для выполнения цели по доле данного актива в своём портфеле [187].

Следующим глобальным дисбалансом становится проблема внешнего финансирования. За последние двадцать лет развитые и развивающиеся страны привлекли значительные объёмы внешнего финансирования так, что по аналогии с полюсами сбережения и потребления сформировались два полюса – полюс нетто-кредиторов и полюс нетто-должников. Привлечение финансирования осуществляется преимущественно в виде выпуска долговых ценных бумаг, что является одним из ключевых направлений международного портфельного инвестирования [61, с. 22]. При этом долговая нагрузка корпоративного сектора в США выросла практически вдвое с 2008 года. На сегодняшний день американский рынок корпоративных облигаций составляет более 6 трлн долл., а коэффициент Debt/ЕВITDA достиг отметки в 2,25, что является максимальным значением за последние 10 лет.

Примечание – Коэффициент Debt/ЕВITDA показывает соотношение долговой нагрузки и прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации.

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 является потенциальным кризисогенным фактором, который может трансформироваться в глобальную проблему дефолтов по обращающимся долговым ценным бумагам.

Фактор резервных валют эксплицируется в дополнительное конкурентное преимущество в сфере международного портфельного инвестирования для стран-эмитентов самих резервных валют, что является одним из проявлений феномена конкуренции валют в мировой экономике [62], которая может трансформироваться в валютные войны [65]. Преимущество резервных валют описывается феноменом «непомерной привилегии» (англ. *exorbitant privilege*) – термином, который в деловой оборот ввёл министр

финансов Франции Жискара д'Эстен в 1965 году, характеризуя положение американского доллара в мировой финансовой системе. Как утверждает, лауреат Нобелевской премии по экономике Кеннет Рогофф глобальные портфельные управляющие отдают большее предпочтение активам, номинированным в тех валютах, которые при экстремальных сценариях будут точкой притяжения капитала, стремящегося уйти от риска. Этим же феноменом экономист объясняет наличие премий за риск для акций разных стран (equity premiums) [124]. Фактически «непомерная привилегия» резервных валют означает в понимании участников рынка страховку против глобальных кризисов, что экономически проявляется в том, что долговые обязательства в таких валютах могут выпускаться под более низкую процентную ставку, чем это возможно для обязательств, номинированных в других валютах. По сути, данный феномен поддерживает дисбаланс сбережений и потребления в мировой экономике.

Кроме того, понятие «непомерной привилегии» валюты включает в себя сравнительное преимущество в привлечении иностранных инвестиций в другие классы активов. Страны с такой привилегией платят иностранным инвестором меньше, чем сами получают от своих иностранных инвестиций. Так, США имеют чистую международную инвестиционную позицию в 27% ВВП, что представляет собой разницу между международными активами в 140% ВВП и обязательствами в 167% ВВП [124]. Из-за разницы в доходности активов и обязательств ввиду «непомерной привилегии» американского доллара у США доходы от иностранных активов в абсолютном выражении превышают выплаты по иностранным обязательствам, несмотря на большую рыночную долларовую стоимость обязательств по сравнению с активами.

Дополнительные преимущества «непомерной привилегии» резервных валют достигаются за счёт разницы в сроках погашения долговых обязательств: например, у Японии внешний долг размещён на более долгий срок и имеет сравнительно более низкую доходность к погашению, чем её иностранные активы.

Структура иностранных активов стран-эмитентов резервных валют косвенно поддерживает привилегированное положение их международной инвестиционной позиции. У США в 2013-2019 годах иностранные активы стабильно более чем на половину представлены портфельными инвестициями в акции и прямыми иностранными инвестициями (совокупно 58% от общего объёма активов в 2019 году), и они приносят более высокий доход по сравнению с иностранными обязательствами, представленными в основном долговыми инструментами, доля которых в общем объёме обязательств менялась от 70% в 2013 и 40% в 2019 году [200].

«Непомерная привилегия» существует, в том числе, в психологическом измерении. Владельцы капитала предпочитают использовать валюты и финансовые инструменты, номинированные в тех валютах, которых много в обращении и инфраструктура операций с которыми является наиболее развитой, что снижает возможные транзакционные издержки и операционные риски. Таким влиянием обладает фактор финансовой инфраструктуры, который оформляется институционально. Одним из проявлений данного фактора можно считать ведущее положение мировых финансовых центров – в первую очередь, Нью-Йорка, Лондона и находящихся под контролем Соединённого Королевства офшорных юрисдикций, о чём подробно пишет д.э.н., старший научный сотрудник Кузнецов А.В.

Что касается фактора правовой среды, то, будучи производным от вышеозначенных факторов, он также характеризуется наличием феномена «непомерной привилегии» в правовой сфере. Как указывает д.э.н., старший научный сотрудник Кузнецов А.В., «чрезвычайная популярность англо-американского права при заключении международных финансовых сделок обуславливает особое положение США и Великобритании в процессах финансовой глобализации. Рынок международных юридических услуг находится практически под полным англосаксонским контролем» [70]. Также в соответствии с англосаксонским правом осуществляется эмиссия большей части ценных бумаг, а в случае

необходимости в соответствии с этим же правом осуществляется рассмотрение арбитражных дел. Англосаксонское право фактически является правовым фундаментом обращения глобального капитала, в том числе, в форме международных портфельных инвестиций.

Третьим глобальным дисбалансом становится углубление противоречия между глобальной сущностью финансового рынка и несоответствующим ему уровнем, в основном, национального регулирования. Так, эксперты Финансового университета при Правительстве РФ выделяют следующие проявления такого противоречия: 1) формирования широкого спектра финансовых институтов и усложнение сущности финансовых инноваций (финансовый инжиниринг) при недостаточной прозрачности и регулировании; 2) наличие системно значимых субъектов мировых финансов, проблемы их функционирования и поддержки; 3) теневые финансы; 4) деятельность рейтинговых агентств; 5) офшоры и их функционирование; 6) фонды абсолютной доходности (хедж-фонды) и их операции [42, с. 70].

Портфельные инвестиции представляют собой наиболее мобильную и организованную часть глобального финансового капитала, так что регулирование данного сектора мирового финансового рынка *a priori* является трудной задачей. Попытки установления сверху новых рамочных условий функционирования рыночных посредников на финансовом рынке, как, например, это происходит в Европейском Союзе, выражается в дополнительных операционных издержках для участников таких экономических отношений. С одной стороны, регулятивные новшества необходимы, чтобы сделать мировое финансовое поле максимально прозрачным и безопасным, с другой стороны, низкие процентные ставки и слабая экономическая активность вместе могут стать неэффективным барьером для движения капитала в любой форме, в том числе, в форме портфельных инвестиций.

Необходимо высказать одно опасение, связанное с тенденцией к усилению макроэкономического регулирования, которое может иметь место в

современной мировой экономике. Общественные отношения являются сложной сферой взаимодействия элементов, где существуют, в том числе, нематериальные закономерности. Так, может рассматриваться проблема псевдостабильности как источник хрупкости системы. Во многом, именно излишняя деятельность регулятивных институтов, в первую очередь, центральных банков в современных условиях создаёт дополнительные риски в мировом хозяйстве.

Примечание – Проблема хрупкости и «антихрупкости» описана известным экономистом, философом и трейдером Нассимом Николасом Талебом [45].

Кроме того, регулятивные институты подвержены понятию рефлексивности, по Соросу. Регулятивные институты, как и прочие субъекты мировой экономики, при принятии решений руководствуются своим пониманием настоящих процессов и ожиданиями будущих явлений. При этом, принимая регулятивные решения сегодня, они так или иначе в силу своего положения формируют будущие процессы. Как и в любой сфере познания, в регулятивном поле существует риск искажённого восприятия как настоящего, так и будущего, что может иметь как негативные, так и позитивные следствия для субъектов экономики, особенно в условиях глобальных шоков.

В 2020 году в мире распространился вирус Covid-19. Он шокировал отдельные национальные экономики и мировую экономику в целом. Вынужденное закрытие границ для перемещения товаров и услуг, а также факторов производства, карантинные меры в Китае и развитых странах привели к остановке многих экономических процессов. Фондовые биржи отреагировали крахом. С 19 февраля американский S&P500 упал на 33,8%, британский FTSE100 – на 33,1%, немецкий DAX – на 38,8%, китайский – на 10,6%, российский индекс ММВБ – на 32,2%. Рубль в моменте ослабевал на 26,5%. 10-летние американские казначейские облигации выросли в цене на 7,1%, 10-ти летние британские государственные облигации – на 3,6%, российские 10-ти летние облигации федерального займа в моменте потеряли в цене 15,1%, облигации из сегмента high yield потеряли в цене в среднем 22,2%.

Чтобы преодолеть сложившуюся ситуацию, страны-лидеры экономического развития приняли широкие программы фискального и монетарного стимулирования. В США суммарные фискальные стимулы составили 3,0 трлн долл., дополнительно ФРС понизила ключевую ставку до 0-0,25% после череды плановых повышений и подтвердила предоставление монетарной ликвидности для рыночных участников в том объёме, в котором это необходимо, в том числе, были открыты новые меры количественного смягчения для коммерческих ценных бумаг, инструментов денежного рынка, ипотечного рынка. В Великобритании фискальные стимулы были направлены на поддержку домохозяйств и частного бизнеса – около 100 млрд фунтов стерлингов, а также введены следующие монетарные стимулы: понижение ключевой ставки до 0,1% и предоставление ликвидности через выкуп государственных и нефинансовых облигаций на 300 млрд фунтов стерлингов. В еврозоне были введены фискальные стимулы на сумму в 500 млрд евро, а монетарные стимулы, направленные на поддержку ликвидности и финансового состояния домохозяйств, бизнеса и банков, составили суммарно около 750 млрд евро [192].

В итоге, несмотря на довольно скромное улучшение реальных экономических показателей, долевой и долговой рынки западных стран уже к середине лета 2020 года почти полностью отыграли падение, вернувшись на свои исторические максимумы, а в случае с акциями некоторых компаний, например, Apple, Amazon и прочих из технологического сектора, и облигациями, например, суверенными долговыми обязательствами стран-эмитентов резервных валют, выйдя на ценовые уровни выше до кризиса Covid-19. Тем временем фондовые и облигационные индексы развивающихся стран растут после падения гораздо медленнее.

Данные события позволяют сделать вывод о том, что в результате экономического шока, спровоцированного пандемией, с точки зрения обращения капитала в форме портфельных инвестиций экономики стран-эмитентов резервных валют укрепили свои лидерские позиции, что

случилось во многом благодаря предпринятым мерам фискального и монетарного стимулирования, недоступного развивающимся странам. Фундаментальные дисбалансы мировой экономики тем самым углубились, а асимметрия международного портфельного инвестирования стала более явной.

В связи с этим следует заметить, что глобальные дисбалансы мировой экономики институционально сопряжены с факторами, определяющими поведение глобального финансового капитала, и должны рассматриваться применительно к сфере международного портфельного инвестирования в совокупности.

Выводы по Главе 1.

Экономика наиболее явно отражает диспропорции международных отношений, а финансовая сфера может полноправно считаться лакмусовой бумажкой состояния общества, в том числе, на межнациональном уровне. Так, абсолютно очевидным представляется доминирующее положение финансового капитала и, как следствие, финансовой сферы, связь которой с производством ослабевает.

Международные портфельные инвестиции в мировой экономике представляют собой помещение глобального финансового капитала в долговые и долевыe ценные бумаги, при котором одной из сторон сделки является нерезидент. Современная модель мировой экономики на глобальном уровне ведет к хронической консервации дисбалансов, которые постепенно накапливаются в структуре общественного производства. Более того, чем больше масштабы расширения фиктивного капитала, тем объемней и глубже представляются дисбалансы воспроизводственной сферы, временно скрываеmые использованием различных финансовых инструментов.

Международные портфельные инвестиции при этом, будучи формой движения глобального финансового капитала, разделяют присущие ему сущностные черты.

Современный глобальный дисбаланс неравенства в мировой экономике, в том числе, дисбалансы мировой финансовой архитектуры формируют качественно новую среду для международного портфельного инвестирования. К её сущностным характеристикам следует отнести: 1) разбухание фиктивного капитала и усугубляющаяся необходимость управления им; 2) наличие строгой иерархичности и высокий уровень централизации; 3) неопределённость среды и размытие фундаментальной основы ценообразования на мировом финансовом рынке; 4) падение безрисковых доходностей и сдвиг в сторону более рискованных активов; 5) ужесточение регулирования финансовых потоков.

Современное состояние мировой финансовой системы тесно связано с факторами, определяющими поведение глобального финансового капитала, помещающегося в международные портфельные инвестиции. К главным факторам, определяющим уровень централизации мировой финансовой системы и сферы международного портфельного инвестирования, относятся: 1) фактор накопления; 2) фактор резервной валюты; 3) фактор финансовой инфраструктуры; 4) фактор правовой среды.

Особое влияние на международное портфельное инвестирование на современном этапе оказывают центральные банки (в особенности стран-эмитентов резервных валют), которые в связке с глобальными ТНБ по факту являются ключевым элементом в современной мировой финансовой архитектуре, определяющим баланс экономических сил. Центральные банки в условиях глобализации начинают распространять своё влияние за национальные рамки до глобальных масштабов и выполнять регулируемую функцию в мировой экономике.

Будучи частью мировой экономики, международное портфельное инвестирование испытывает влияние глобальных дисбалансов, которые с одной стороны, формируют международные потоки капитала (в том числе, портфельных инвестиций), а с другой стороны, создают новые условия для участников мировой финансовой системы.

Кризис, связанный с Covid-19, упрочил лидерские позиции стран-эмитентов резервных валют с точки зрения международного портфельного инвестирования и усугубил проблему глобальных дисбалансов мировой экономики ввиду продолжающейся сверхмягкой политики ведущих центральных банков и новых фискальных стимулов в странах с развитой экономикой.

Глава 2 Трансформация институциональной структуры международного портфельного инвестирования в условиях глобальных дисбалансов

2.1 Анализ динамики и современного состояния международного портфельного инвестирования

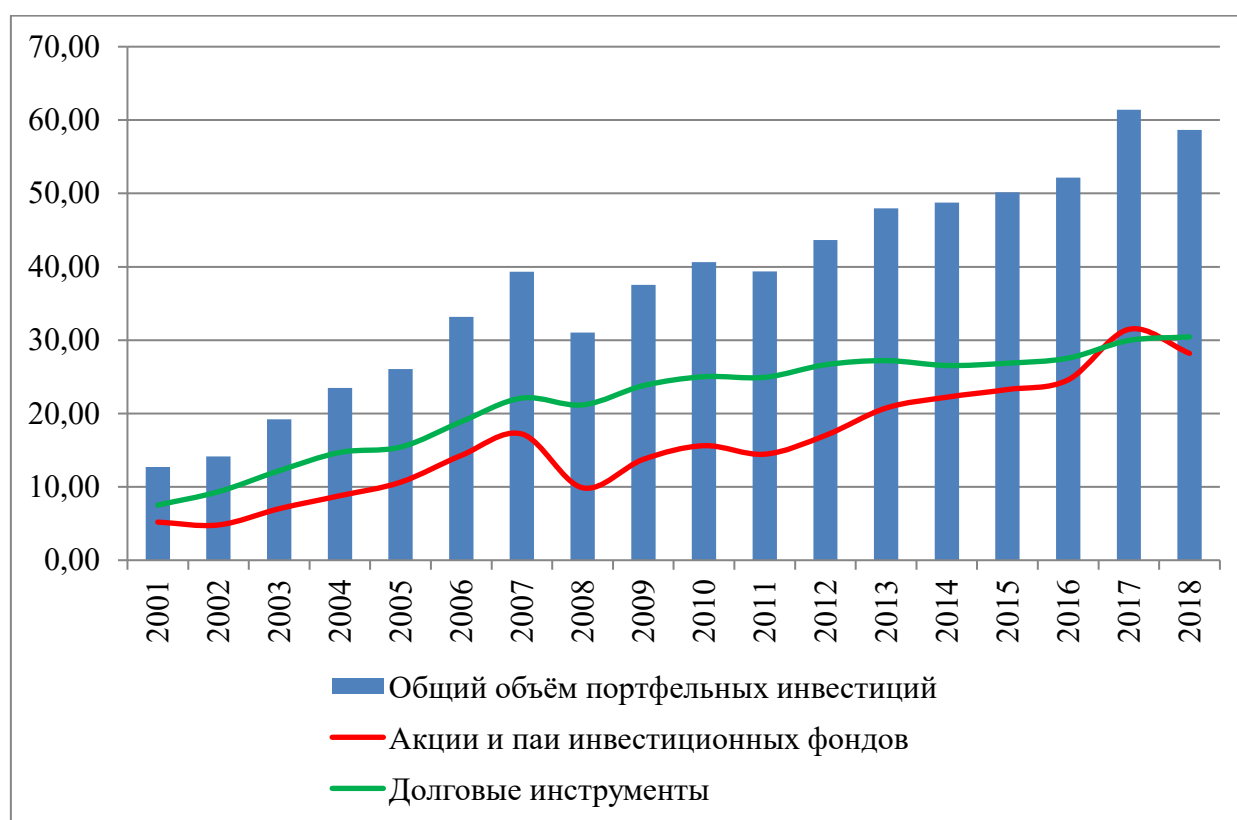
В целом портфельные инвестиции затрагивают операции с ценными бумагами, которые обращаются на финансовых рынках. Портфельное инвестирования подразумевает существование финансовой, правовой, регулятивной и платёжной инфраструктуры наряду с наличием значительного количества покупателей и продавцов в отдельных ценных бумагах.

Для того чтобы оценить место портфельных инвестиций в мировой экономике, следует обратиться к данным международной статистики. При этом, как мы уже отмечали, современная методология сбора и обработки информации не совершенна, поэтому анализ данного явления имеет определённую специфику. Основными провайдерами статистических данных о портфельных инвестициях в мировой экономике являются международные финансовые организации. Так, МВФ представляет отчёт Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS), который формируется на основе свободного раскрытия отдельными экономикками данных о международных портфельных инвестициях в разрезе объёмов вложений в акции (equity), ценные бумаги инвестиционных фондов (investment fund shares), долгосрочные долговые инструменты (long-term debt instruments) и краткосрочные ценные бумаги (short-term debt instruments).

По данным МВФ, на конец 2018 года общие активы международных портфельных инвестиций составили 58,65 трлн долл., из которых 28,2 трлн долл. приходилось на инвестиции в акции и паи инвестиционных фондов и 30,44 трлн долл. составили инвестиции в долговые ценные бумаги, что изображено на рисунке 6 [177]. Общий объём международных

портфельных инвестиций с 2002 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 3,26 раз, при среднегодовых темпах роста в 7,7%.

На конец 2017 года впервые с 2001 года объём портфельных инвестиций, размещённый в акции и паи инвестиционных фондов превысил объём инвестиций, размещённых в долговые ценные бумаги. Если учесть, что долевые финансовые инструменты представляют собой инструмент с более высоким уровнем риска, то можно утверждать, что портфельные инвесторы стали более склонны к риску.



Источник: составлено автором по данным МВФ [177].

Рисунок 6 – Динамика международных портфельных инвестиций (активы) в мировой экономике, по методике МВФ, в триллионах долларов

Основным недостатком статистической базы данных МВФ следует считать односторонность предоставляемой информации, затрагивающей исключительно трансграничные операции с ценными бумагами, что

недостаточно, так как в условиях снятия ограничений для движения капитала в рамках мировой экономики портфельные инвесторы активно используют как внутренние (национальные), так и иностранные ценные бумаги в своей деятельности.

Следующей международной организацией, предоставляющей информацию о портфельных инвестициях, является Банк международных расчётов (БМР). Преимуществом базы данных БМР следует считать отображение статистики как для внутренних (национальных), так и для иностранных долговых ценных бумаг, хотя и весьма в ограниченном объёме. Полная информация о вложениях в долговые ценные бумаги представлена только для 17 стран.

Как мы уже показали выше, методология интересующих нас статистических данных основывается на официальной отчётности различных стран (платёжном балансе и международной инвестиционной позиции) и включает преимущественно трансграничные активы и обязательства, что не позволяет в полной мере оценить место активов, доступных для международного портфельного инвестирования в мировой экономике. При этом, несомненно, официальная статистика свидетельствует о том, что международные портфельные инвестиции занимают важное место в мировой финансовой системе.

Объектом инвестирования, или инвестиционной вселенной (англ. *investable universe*) [187], для глобального финансового капитала выступают все доступные в настоящее время активы, которые, в конечном счёте, представляют собой большую долю накопленного мирового богатства. Очевидно, что инвестирование вообще возможно только при наличии капитала. Следовательно, потенциально большая часть мирового богатства может трансформироваться в капитал, который может становиться портфельными инвестициями. Согласно докладу инвестиционного банка Credit Suisse, в 2018 году глобальное богатство домохозяйств как основных

поставщиков финансовых ресурсов в мировой экономике оценивалось в 317,08 трлн долл. США, или 393% мирового ВВП [103, с. 5].

Справедливо оценивать мировое богатство именно с этой точки зрения, так как всё начинается с домохозяйств и всё заканчивается домохозяйствами. Общественные институты инициируются домохозяйствами для обеспечения их жизнедеятельности внутри их культурной идентичности и при взаимодействии с внешними объединениями других идентичностей. Так, движение капитала в мировой экономике, в конечном счёте, есть результат перераспределения накопленного и вновь создаваемого богатства между отдельными домохозяйствами, имеющими принадлежность разного уровня – кланы, регионы, нации, корпорации, культуры.

Акции публичных компаний, обращающихся на мировых фондовых биржах, представляют собой место помещения капитала в форме портфельных инвестиций. Так, данный сегмент имеет важное значение в мировой экономике, что изображено на рисунке 7.



Источник: составлено автором по данным Bloomberg [150].

Рисунок 7 – Капитализация мировых фондовых бирж с 2003 по 2018 год

Если синтезировать данные по общему объёму долевого и долговых ценных бумаг, выделив при этом разделение на внутренние и трансграничные операции, где это возможно, и присовокупив к анализу данные общего богатства домохозяйств в мировой экономике, получится следующая картина, рассмотренная в таблице 6.

Таблица 6 – Объём и динамика активов для портфельных инвестиций в мировой экономике
В триллионах долларов

Дата	2002	2005	2008	2011	2014	2017	2018
Общий объём активов для портфельных инвестиций	50,49	71,41	73,90	101,00	119,89	148,68	137,94
<i>Трансграничные вложения в акции и паи инвестиционных фондов</i>	<i>4,81</i>	<i>10,63</i>	<i>9,87</i>	<i>14,45</i>	<i>22,22</i>	<i>31,47</i>	<i>28,20</i>
Рыночная стоимость акций в обращении	30,50	40,92	31,83	45,91	64,93	81,26	69,60
<i>Трансграничные вложения в долговые инструменты</i>	<i>9,34</i>	<i>15,42</i>	<i>21,17</i>	<i>24,93</i>	<i>26,54</i>	<i>29,96</i>	<i>30,44</i>
Вложения во внутренние долговые инструменты	10,65	15,07	20,90	30,16	28,42	37,46	37,90
Богатство домохозяйств	124,31	172,29	193,06	227,66	255,13	280,23	317,08

Источник: составлено автором по данным [103; 110; 150; 177].

Согласно нашей оценке, общий объём активов, доступных для портфельных инвестиций в мировой экономике с 2002 по 2018 год вырос в 2,7 раза. По итогам 2018 года произошло сокращение на 7,2% ввиду коррекции на финансовых рынках. Общее богатство домохозяйств при этом с 2002 по 2018 год выросло 2,5 раза, а доля ценных бумаг в мировой экономике по сравнению с ним варьировалась от 38% до 53% за рассматриваемый период.

Таблица 7 показывает долю трансграничных вложений в общем объёме портфельных инвестиций, обращающихся в мировой экономике. С 2002 по 2008 год доля трансграничных портфельных инвестиций увеличилась с 28%

до 42%, после чего наблюдался небольшой спад, и на конец 2018 года доля трансграничных портфельных инвестиций составила 42,5% от общего объёма. Данная динамика позволяет сделать вывод о том, что за последние пятнадцать лет уровень интернационализации портфельных инвестиций в мировой экономике возрос в 1,5 раза.

Таблица 7 – Трансграничные портфельные инвестиции в общем активом для портфельных инвестиций

В триллионах долларов

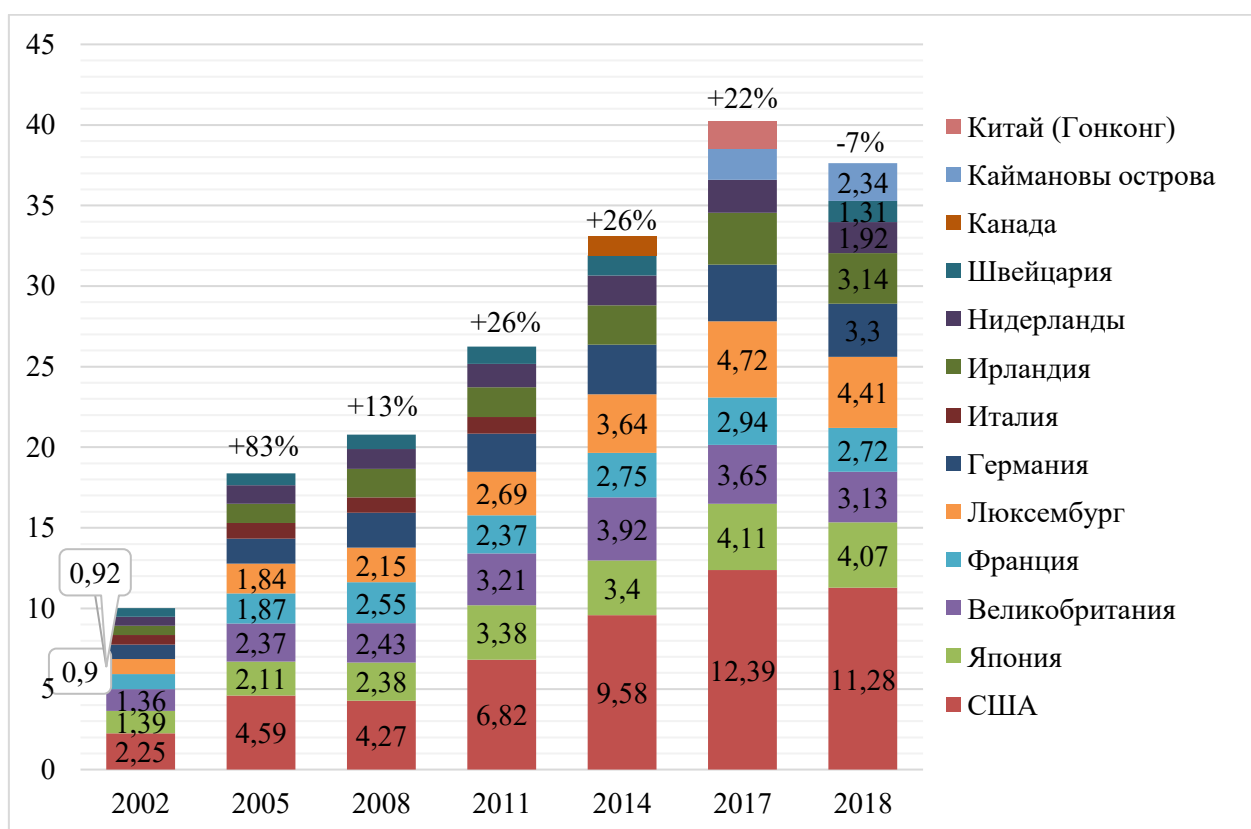
Дата	2002	2005	2008	2011	2014	2017	2018	CAGR, в процентах
Общий объём активов для портфельных инвестиций	50,49	71,41	73,90	101,00	119,89	148,68	137,94	6,5
Трансграничные вложения (в долевые и долговые инструменты)	14,15	26,05	31,04	39,38	48,77	61,42	58,64	9,29
Доля трансграничных инвестиций, в процентах	28,0	36,5	42,0	39,0	40,7	41,3	42,5	-
Примечание – CAGR означает среднегодовой темп роста								

Источник: составлено автором по данным [103; 110; 150; 177].

Как мы уже отметили ранее, международное портфельное инвестирование характеризуется высокой степенью централизации. Ведущими территориями, осуществляющими международные портфельные инвестиции, являются развитые страны и примыкающие к ним офшорные юрисдикции. За период с 2002 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%, что показано на рисунке 8. В авангарде территорий, содержащих активы международного портфельного инвестирования, на конец 2018 года находятся (трлн долл.): США – 11,28; Люксембург – 4,41; Япония – 4,04; Германия – 3,3; Ирландия – 3,14. За рассматриваемый период

наибольший прирост активов международного портфельного инвестирования наблюдался у США (5 раз, среднегодовые темпы роста 10,6%), Ирландии (5,5 раз, среднегодовые темпы роста 11,25%), Люксембурга (4,8 раз, среднегодовые темпы роста 10,3%).

После 2011 года из списка стран-лидеров по активам международного портфельного инвестирования вышла Италия ввиду ухудшения её инвестиционного климата (вместо неё по итогам 2014 года включена Канада), а в 2017 и 2018 годах среди лидеров международного портфельного инвестирования появляются Гонконг и Каймановы острова.



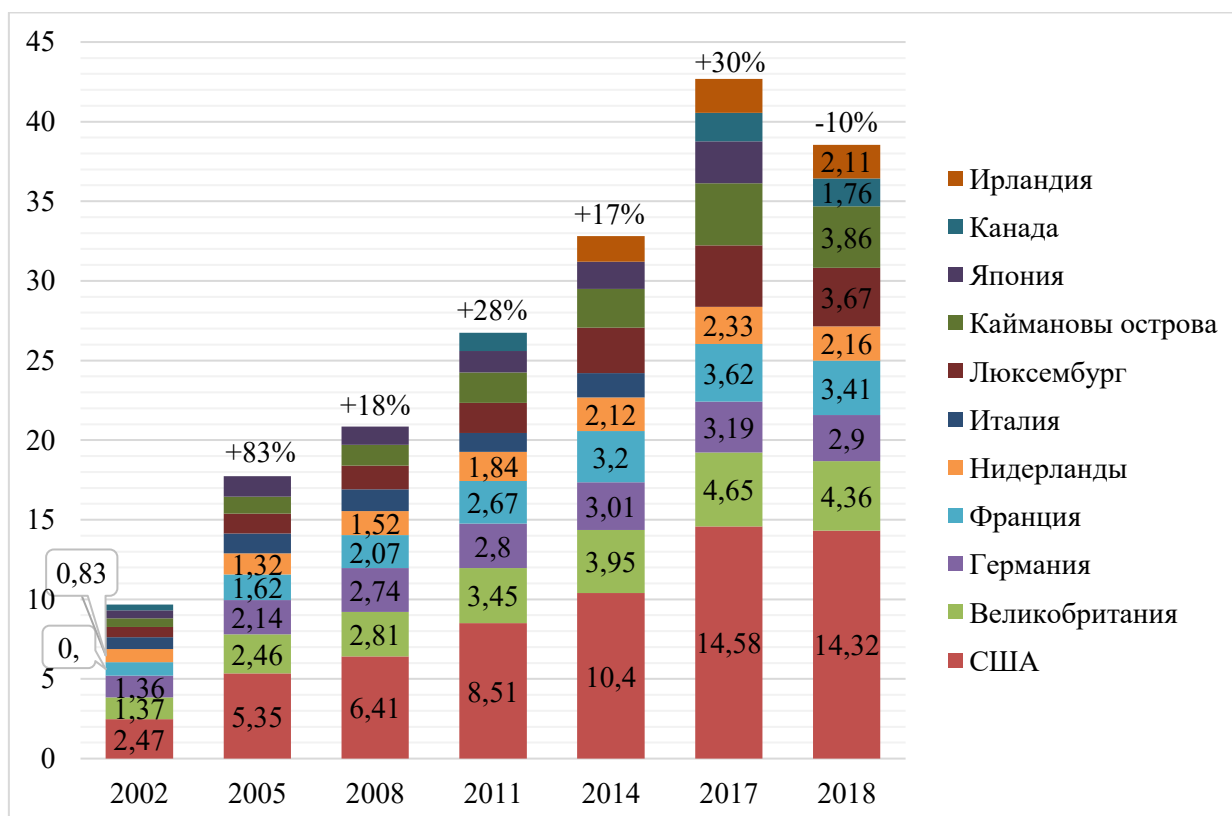
Источник: составлено автором по данным МВФ [177].

Рисунок 8 – Динамика активов международного портфельного инвестирования по странам с 2002 по 2018 г., в триллионах долларов

Основными реципиентами международного портфельного инвестирования выступают развитые страны и офшорные юрисдикции. С 2002 по 2018 год на первые десять стран-лидеров по объёму обязательств по международному портфельному инвестированию приходится в среднем 66% общего объёма. Среди лидеров особенную роль играют США и

Великобритания, обязательства которых на конец 2018 года занимают 32% от общего объёма международных портфельных инвестиций и 51% от обязательств первых десяти стран-лидеров. Лидерами по приросту обязательств по международным портфельным инвестициям за рассматриваемый период стали Каймановы острова (7,2 раза, 13,1% в год), США (5,8 раз, 11,6% в год), Люксембург (5,7 раз, 11,43% в год), Франция (4,01 раза, 9,07% в год).

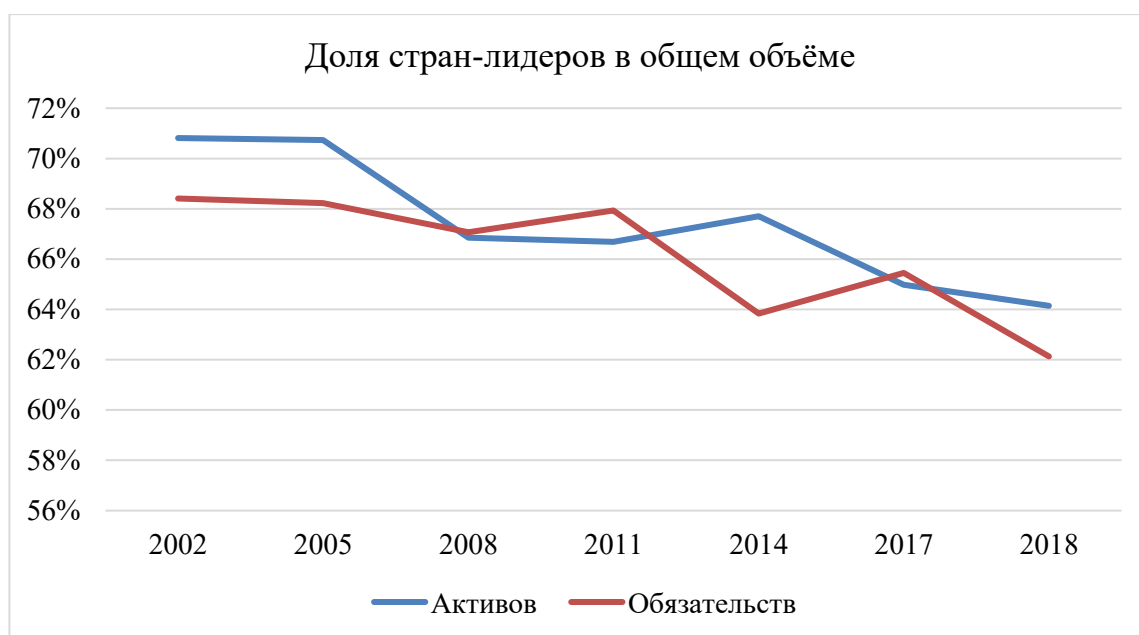
С 2017 года Италия перестала входить в первую десятку стран-лидеров по обязательствам международного портфельного инвестирования, а к 2018 году из списка лидеров исключена Япония; вместо них в число лидеров вошли Канада и Ирландия соответственно. Общая динамика стран-лидеров по обязательствам международного портфельного инвестирования показана на рисунке 9.



Источник: составлено автором по данным МВФ [177].

Рисунок 9 – Динамика обязательств международного портфельного инвестирования по странам с 2002 по 2018 г., в триллионах долларов

Заметим, что 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 иллюстрирует рисунок 10. Эта тенденция открывает возможности для капитала из развивающихся стран.

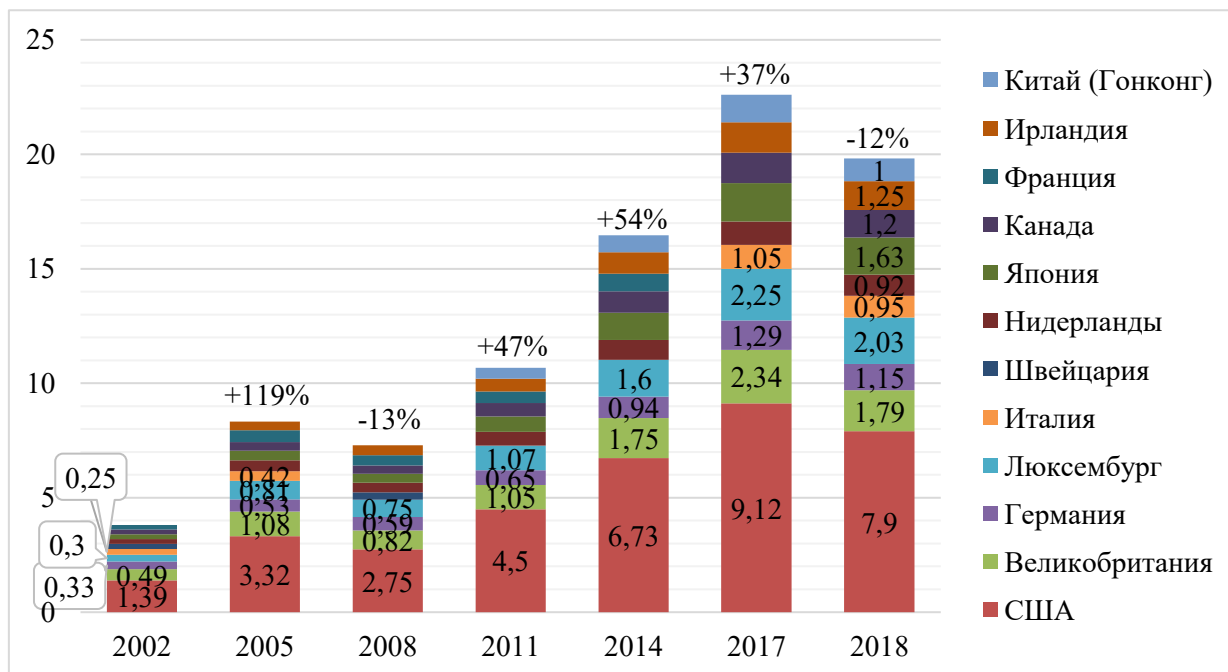


Источник: составлено автором по данным МВФ [177].

Рисунок 10 – Доля стран-лидеров в общем объёме международных портфельных инвестиций в мире

Динамика международного портфельного инвестирования в акции и паи инвестиционных фондов в распределении по странам представлена на рисунке 11. В среднем за рассматриваемый период на первые десять стран-лидеров приходится 74,5% общего объёма международных портфельных инвестиций в акции и паи инвестиционных фондов. Лидером по трансграничным портфельным инвестициям выступает США, чьи вложения за рассматриваемый период увеличились в 5,68 раза (среднегодовые темпы роста 11,5%). Активным портфельным инвестором так же выступает Люксембург (рост 6,8 раз, среднегодовые темпы роста 12,7%), Великобритания (рост 3,7 раз, среднегодовые темпа роста +8,4%), Япония (рост 7,8 раз, среднегодовые темпы роста +13,7%).

С 2011 года в лидеры по трансграничному портфельному инвестированию в акции и паи инвестиционных фондов вошёл Китай, общий объём его вложений в настоящее время составляет 1 триллион долларов.



Источник: составлено автором по данным МВФ [177].

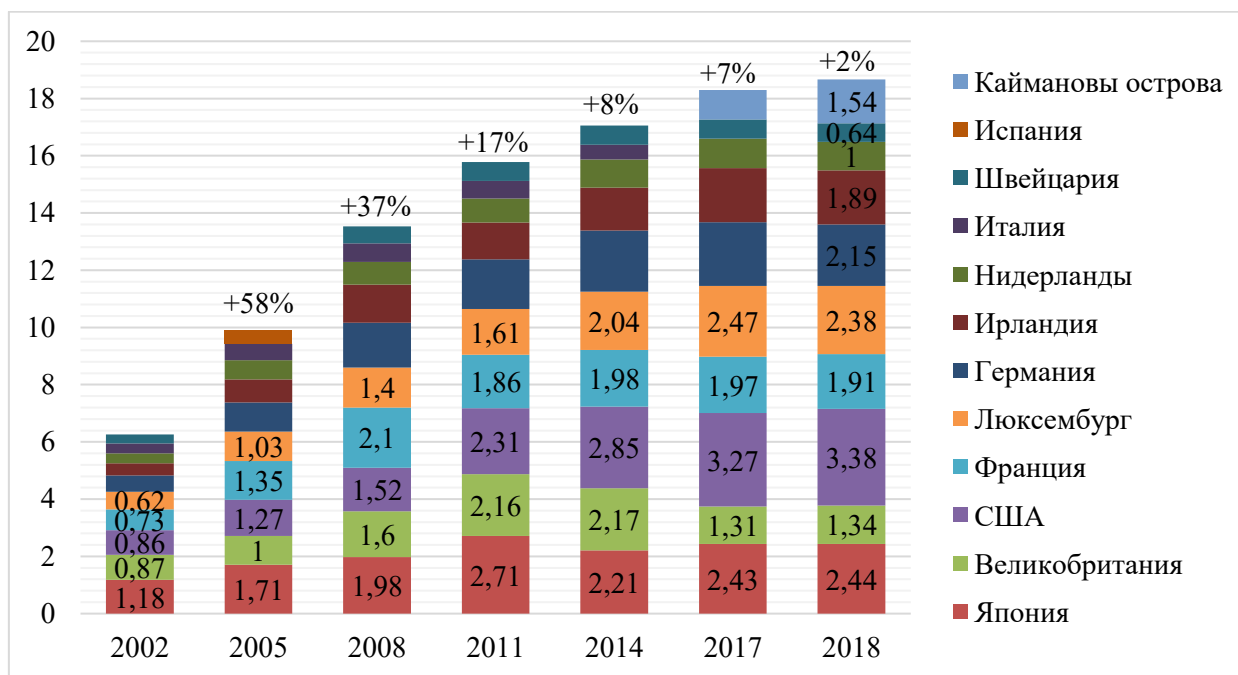
Рисунок 11 – Динамика международных портфельных инвестиций в долевые инструменты по странам с 2002 по 2018 г., в триллионах долларов

Трансграничные вложения в долговые ценные бумаги так же сконцентрированы в первой десятке стран-лидеров – на них в среднем за рассматриваемый период приходится 64% всего мирового объёма международных портфельных инвестиций в долговые ценные бумаги. В целом с 2002 по 2018 год общий объём трансграничных портфельных инвестиций в долговые ценные бумаги вырос в 3 раза при среднегодовом темпе роста в 7,07%. На конец 2018 года основными портфельными инвесторами в долговые ценные бумаги являлись (рост, среднегодовой темп роста): США (3,9 раза; 8,93%), Япония (2,07 раза; 4,65%) Люксембург (3,8 раза; 8,77%), Германия (3,8 раза; 8,65%), Франция (2,6 раза; 6,2%).

Трансграничные инвестиции в долговые ценные бумаги за рассматриваемый период демонстрируют менее выразительную динамику, чем инвестиции в акции и паи инвестиционных фондов, что связано, в том

числе, с падением доходностей первых вследствие мягкой монетарной политики центральных банков стран-эмитентов резервных валют.

Общая динамика международных портфельных инвестиций в долговые ценные бумаги в разрезе по странам представлена на рисунке 12.



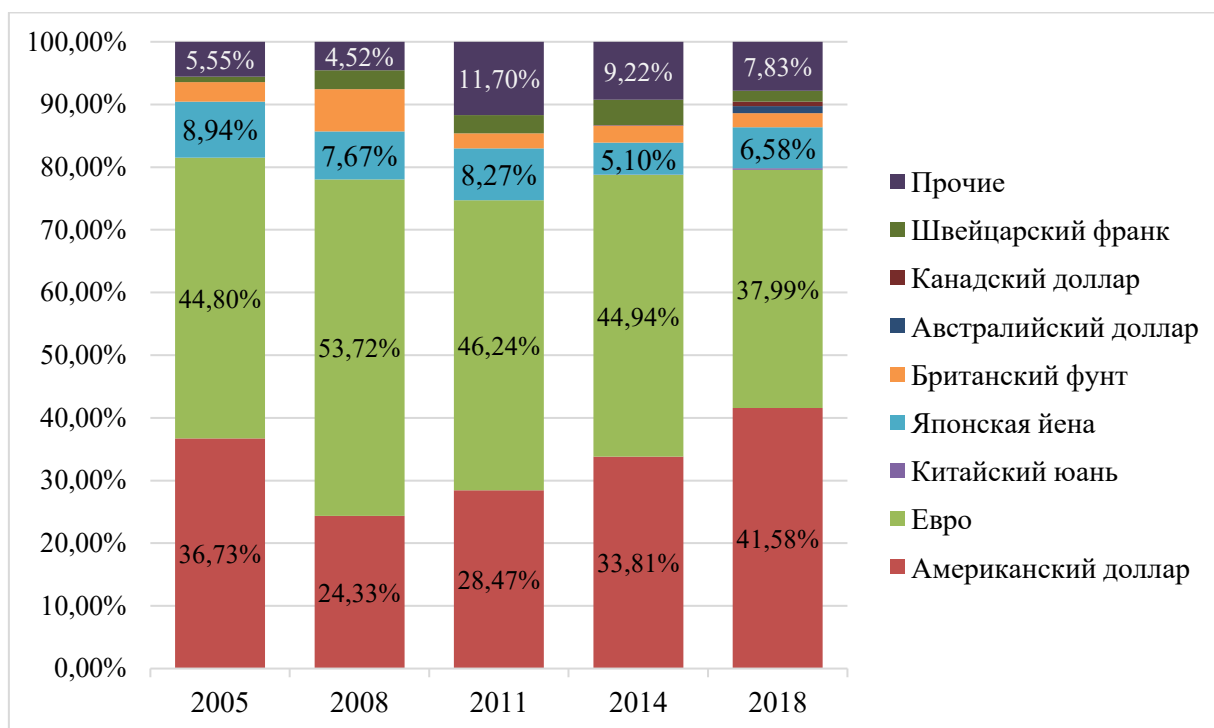
Источник: составлено автором по данным МВФ [177].

Рисунок 12 – Динамика международных портфельных инвестиций в долговые инструменты по странам за период 2002-2018 гг., в триллионах долларов

Международные портфельные инвестиции в мировой экономике, главным образом, осуществляются в двух основных валютах – американских долларах и евро. Однако данные международной статистики в этой части требуют совершенствования. Так, например, сведения о валюте активов международного портфельного инвестирования с 2005 по 2018 год в среднем затрагивало только 39% активов международного портфельного инвестирования (в 2005 году – 26%; в 2018 году – 45%). Кроме того, МВФ не располагает данными о валютах инвестирования для таких крупных портфельных инвесторов, как Великобритания, Люксембург, Ирландия, Канада, Каймановы острова (и прочие офшорные зоны), что не позволяет сделать более точные выводы о валютной структуре международного портфельного инвестирования. В этой связи доминирующее положение евро в

обороте международных портфельных инвестиций можно объяснить фактом более полного раскрытия информации странами еврозоны, которые как раз и являются главными инвесторами в ценные бумаги, номинированные в евро.

С 2005 по 2018 годы международные портфельные инвестиции показали следующую динамику в распределении по валютам (общий рост, среднегодовые темпы роста): в долларах – 4,4 раза, 12,08%; в евро – 3,3 раза, 9,6%; в японских йенах – 2,9 раз, 8,43%; в британских фунтах – 2,8 раз, 8,2%; в швейцарских франках – 7,8 раз, 17,1%; в прочих валютах – 5,5 раз, 14,0%. Особо отметим значительный объём международных портфельных инвестиций в прочих валютах (не резервных), объём которых на конец 2018 года вышел на третье место после инвестиций в долларах и евро. Общая динамика международного портфельного инвестирования по валютам представлена на рисунке 13.



Источник: составлено автором по данным МВФ [177].

Рисунок 13 – Динамика международных портфельных инвестиций по валютам за период 2005-2018 годов

Учитывая динамику и современное состояние международного портфельного инвестирования, можно резюмировать, что глобальные

дисбалансы мировой финансовой системы оказывают значительное влияние на трансграничные потоки капитала в форме портфельных инвестиций. Это объясняется, главным образом, действием факторов (накопления, резервной валюты, финансовой и правовой инфраструктуры), определяющих поведение глобального финансового капитала.

2.2 Генезис и современные характеристики институциональной структуры международного портфельного инвестирования

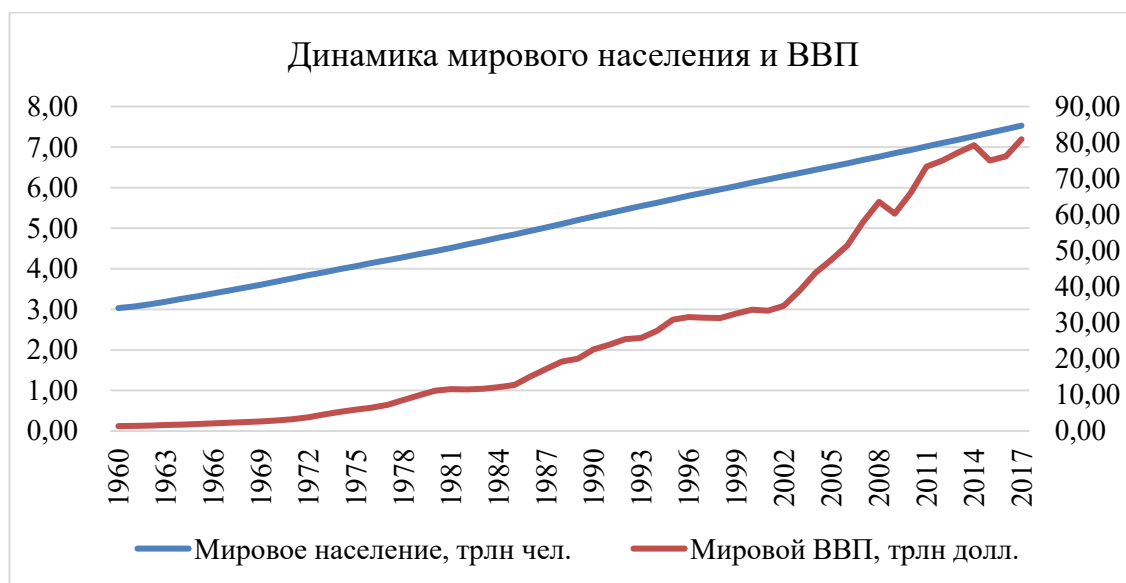
Динамика и современное состояние международного портфельного инвестирования объясняется особенностями становления и развития его институциональной структуры. Каждая система представляет собой совокупность отношений, которые регулируются нормами, предписанными создателями и участниками этой системы. Институциональная структура международного портфельного инвестирования зародилась 17 мая 1792 года, когда 24 брокера с Уолл-Стрит договорились о взаимных преференциях, условиях и практиках торговли ценными бумагами, тем самым заложив основу формирования Нью-Йоркской фондовой биржи и определив будущее положение Нью-Йорка как мирового финансового центра. Данное соглашение по легенде было заключено под платаном (buttonwood), что по иронии истории фонетически отсылает нас к другому важному соглашению, сформировавшему регулятивную основу мировой финансовой системы в XX веке – Бреттон-Вудскому соглашению 1944 года.

Институционализация международного портфельного инвестирования как особой сферы обращения финансового капитала совпадает с основными этапами становления мирового капитализма. В конце XIX – начале XX века финансовый капитал проявил свои сущностные черты и сформировал поле международного финансового рынка на базе экономических отношений, во-первых, англосаксонских и, во-вторых, романо-германских стран. В первой половине XX века операции с ценными бумагами осуществлялись в основном

крупными владельцами капитала, – семейными кланами, – с целью централизации и концентрации экономической власти.

Далее экономический и демографический факторы стали двумя главными драйверами, повлиявшими на развитие институциональной структуры международного портфельного инвестирования.

Вторая половина XX века ознаменовалась колоссальным экономическим скачком при стабильно растущем мировом населении, что представлено на рисунке 14. В этот период мировой ВВП демонстрировал экспоненциальный рост: с 1960 по 1980 год он вырос в 8,18 раз; с 1981 по 2000 – в 2,89 раз; с 2001 по 2017 – в 2,42 раза. При этом мировое население росло линейно: с 1960 по 1980 год оно выросло в 1,46 раз; с 1981 по 2000 – в 1,35 раз; с 2001 по 2017 – в 1,21 раза. Всего за последние 60 лет мировой ВВП вырос в 59 раз, а мировое население только в 2,5 раза.



Источник: составлено автором по данным Bloomberg [150].

Рисунок 14 – Динамика мирового населения и мирового ВВП в текущих ценах с 1960 по 2017 год

Так, в экономиках развитых стран появился значительный объём частного капитала, который накапливался как корпорациями, так и отдельными домохозяйствами. Капитал, не употребляемый в процессе воспроизводства, становился источником инвестиционных ресурсов, что

создало потребность в их размещении. Естественной сферой приложения этих инвестиционных ресурсов стал финансовый рынок, с этого времени получивший новый толчок к развитию. Кроме того, изменились и предпочтения владельцев капитала. Во-первых, многие состоятельные граждане стали использовать доходы от пассивного вложения капитала в качестве основного средства к существованию; во-вторых, накопленный капитал, приносящий доход, естественным образом превратился в инструмент дальнейшей экономической экспансии в поле международных экономических отношений.

С 1980-х годов развитие мировой экономики имело черты сглаженных бизнес-циклов, что способствовало постепенному экономическому росту и повышению благосостояния экономических субъектов, что показано на рисунке 15. Это позволило центральным банкам планомерно снижать процентные ставки. Одновременный рост корпоративных прибылей стал драйвером роста фондовых рынков. Сильный толчок к развитию получил мировой долговой рынок. До 2008 года вполне справедливо можно было говорить о «Великой умеренности» (Great Moderation) [105]. В краткосрочной перспективе инвесторы имели мощные стимулы размещения временно свободных ресурсов в финансовые инструменты. Однако в долгосрочной перспективе, и мировой финансовый кризис 2007-2009 годов это подтвердил, возникли структурные проблемы в развитых экономиках. Остро проявились глобальные дисбалансы мировой финансовой системы.



Источник: составлено автором по данным Всемирного банка [182].

Рисунок 15 – Циклы мирового роста ВВП, в процентах

Демографический фактор развития институциональной структуры международного портфельного инвестирования заключается в том, что благоприятное экономическое развитие в странах с развитой экономикой сопровождалось высокими темпами рождаемости. Появление поколения «бэби бумеров», рождённых в период между 1945 и 1964 годом, способствовало притоку сбережений в финансовый сектор экономики. Это поколение, имея на 50% более высокий средний доход, чем предыдущее поколение, инвестировали значительные суммы в пенсионные программы. Достигнув пика своего финансового благополучия в 90-е годы XX века, теперь они выходят на пенсию и частично погашают свои инвестиции для поддержания привычного уровня жизни [97].

В настоящее время глобальный финансовый капитал осуществляет своё движение в контуре мирового финансового рынка. По определению д.э.н. Звоновой Е.А., мировой финансовый рынок, будучи частью мировых финансов наряду с мировыми финансовыми отношениями, представляет собой «отношения между участниками финансовых рынков (национальных, региональных и международного) по поводу выпуска и обращения национальных и иностранных финансовых продуктов и услуг, в результате

чего происходит перераспределение финансовых ресурсов как внутри стран, так и между странами. Мировой финансовый рынок – финансовый рынок всех стран мира, или совокупность финансовых рынков всех стран мира» [22].

В нашем понимании, под финансовым рынком следует понимать, во-первых, совокупность всего капитала в движении, и, во-вторых, совокупность системы институтов, обслуживающих движение капитала. Таким образом, институциональная структура международного портфельного инвестирования логически встроена в мировой финансовый рынок, выступая сегментом последнего.

Международные портфельные инвестиции осуществляются участниками международных экономических отношений. Основные международные портфельные инвесторы, объединённые в группы по принципу схожего экономического поведения, экономических целей и функций, представлены в таблице 8.

Таблица 8 – Основные международные портфельные инвесторы

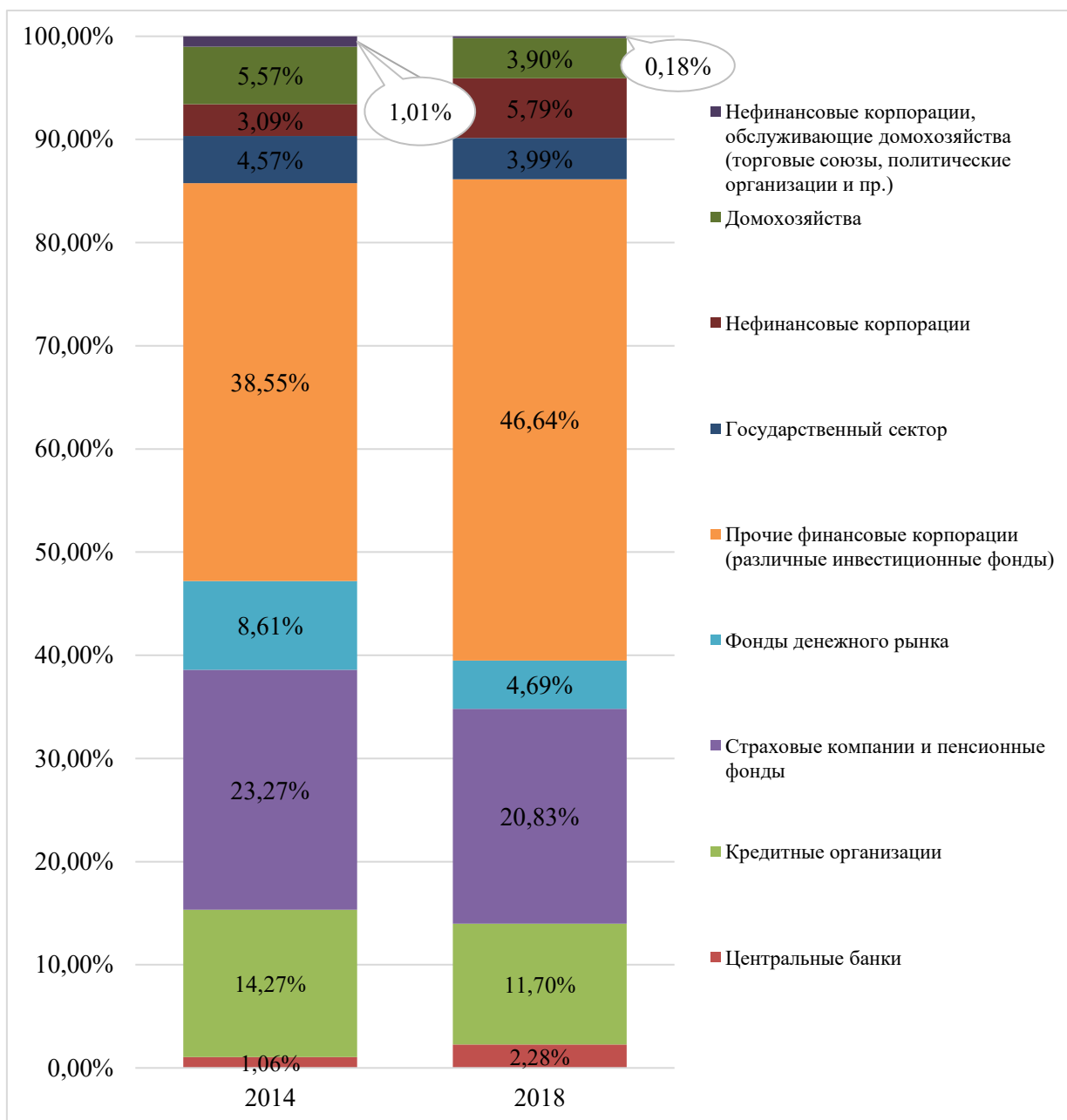
Группа	Субъекты экономики
1	2
Центральные банки	
Кредитные организации	Коммерческие банки (в том числе, офшорные банки), сберегательные банки, ссудо-сберегательные ассоциации, кредитные объединения и кооперативы и прочие финансовые организации, принимающие депозиты
Страховые компании и пенсионные фонды	
Фонды денежного рынка	
Прочие финансовые организации	Инвестиционные фонды (открытого, закрытого типа), ETFs, фонды фондов, трасты, инвестиционные трасты недвижимости (REITs), инвестиционные банки, венчурные фонды, хедж-фонды, страховые брокеры, брокеры на рынке ценных бумаг, инвестиционные советники, фондовые биржи, управляющие активами и фондами, семейные офисы
Государственный сектор	Государственные органы федерального, регионального и муниципального уровня, суверенные и социальные фонды, некоммерческие организации под контролем государства

Продолжение таблицы 8

1	2
Нефинансовые организации	Компании, производящие товары и оказывающие нефинансовые услуги
Домохозяйства	
Некоммерческие организации, обслуживающие домохозяйства	Благотворительные фонды, волонтерские организации, торговые союзы, профессиональные сообщества, религиозные организации

Источник: составлено автором по материалам [94].

Данные международной статистики позволяют вполне достоверно определить вклад каждой группы международных портфельных инвесторов. На рисунке 16 представлено распределение международных портфельных инвестиций по секторам экономики в период 2014-2018 годов. В настоящее время статистика отражает около 76% всего объема международных портфельных инвестиций в разбивке по секторам экономики. Данные до 2014 года не репрезентативны, так как слишком мало стран в то время предоставляли необходимые для данной цели сведения.



Источник: составлено автором по данным МВФ [177].

Рисунок 16 – Динамика международного портфельного инвестирования по секторам экономики в 2014-2018 годах

Основной объём международных портфельных инвестиций в 2018 году приходился на прочие финансовые корпорации (инвестиционные фонды и прочие), страховые компании и пенсионные фонды, а также кредитные организации. При этом наблюдаются следующие тенденции: 1) увеличивается доля прочих финансовых корпораций как в относительном, так и 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.; 4) снижается доля домохозяйств, страховых компаний и пенсионных фондов.

Данные тенденции можно объяснить следующим образом. Развитие мирового финансового рынка, связанное с высвобождением капитала, способствовало росту спроса на услуги финансовых посредников. Предоставлением комплексного финансового обслуживания занимались международные банки, что вполне естественно. Однако растущие объёмы капитала и конкуренция стали причиной появления субъектов экономики, специализирующихся на отдельных видах финансовых услуг. Широкое развитие получили небанковские финансовые институты, в том числе, возникли инвестиционные фонды и управляющие активами (англ. asset managers), а также оформилась индустрия управления активами (англ. asset management industry), которую часто ассоциируют с индустрией управления благосостоянием (англ. wealth management industry) [75].

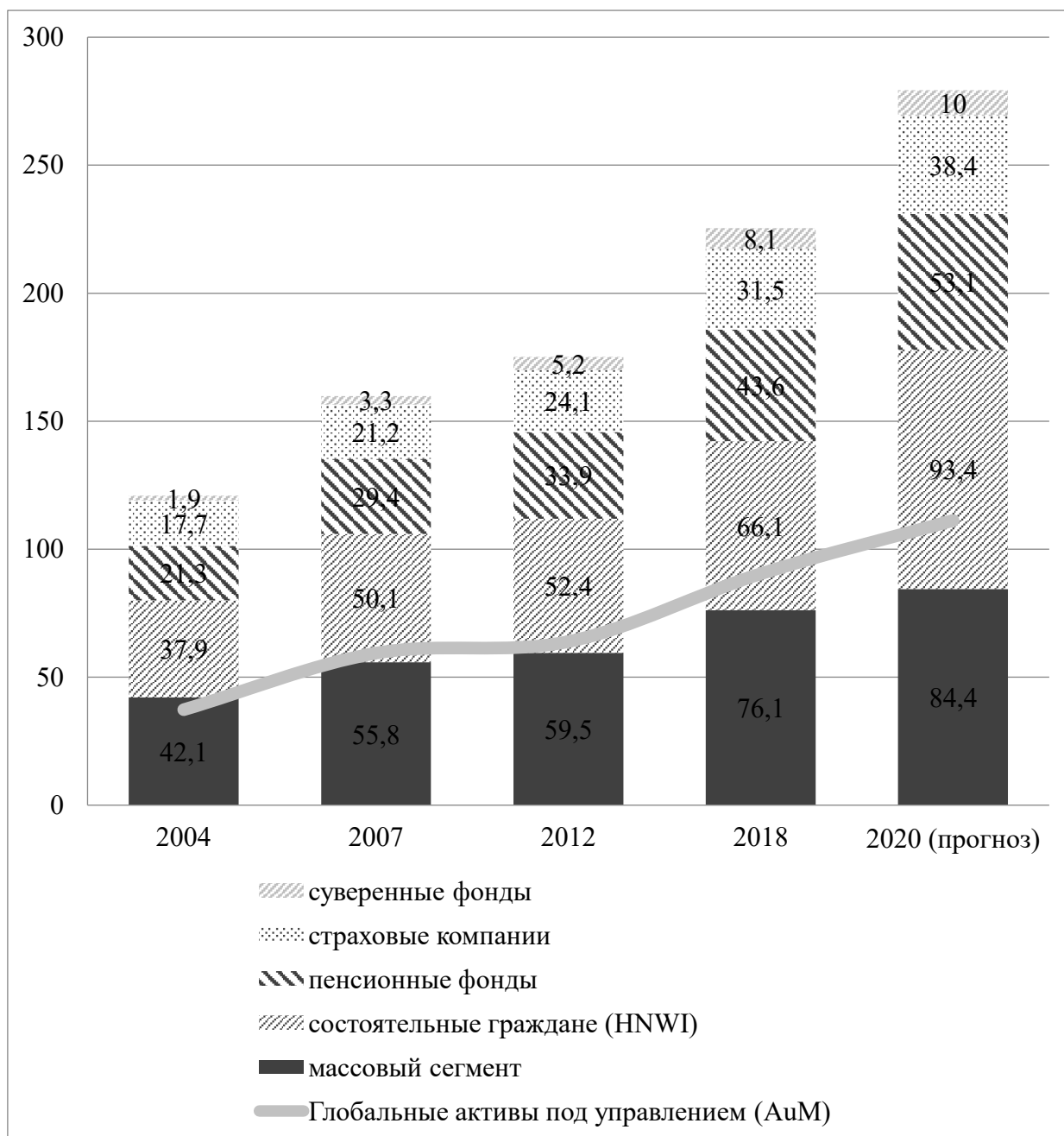
По определению МВФ, индустрия управления активами включает в себя различные инвестиционные единицы (все разновидности инвестиционных фондов – взаимные фонды, фонды, торгуемые на бирже (ETFs), фонды денежного рынка, фонды частного капитала (private equity), хедж-фонды и прочие) и их управляющие компании [102; p. 94]. То есть, индустрия управления активами представляет собой самую активную и большую часть международных портфельных инвесторов.

Управление активами как отрасль экономики существовало с древнейших времён. Богатые землевладельцы (в пору, когда владение землёй было главным источником абсолютной ренты) отдавали свои имения наёмным работникам в управление. Историческое общественное развитие видоизменяло характер таких отношений. В первую очередь, изменения были связаны с появлением новых видов капитала – капитал в производственной (мануфактуры), торговой (торговые дома) и денежной форме (банки) постепенно увеличивали своё значение в распределении общественного продукта, вытесняя землю и землевладельцев. В настоящее время именно

денежный капитал является основной формой богатства и имущественной привилегии – и им, очевидно, нужно управлять. Именно капитал в денежной форме является центром институциональной структуры международного портфельного инвестирования.

Главными группами в институциональной структуре международного портфельного инвестирования являются, во-первых, институты формирования капитала (сбережений) и, во-вторых, институты, которые непосредственно управляют капиталом (инвестициями). В современной мировой экономике две эти группы часто входят в мировую индустрию управления активами.

Главными субъектами накопления капитала в мировой экономике, выступают: суверенные фонды, страховые компании, пенсионные фонды, состоятельные индивидуумы (англ. high net worth individuals, HNWI) и массовый сегмент (как совокупное объединение домохозяйств, владеющих частным капиталом помимо уже указанных субъектов). В настоящее время, считают эксперты консалтинговой компании PWC, индустрия управления активами опосредует движение для 40% всех активов клиентов [170]. При этом данная норма проникновения индустрии в разрезе сбережений мировой экономики имеет тенденцию к росту одновременно с увеличением общей массы активов, что наглядно показано на рисунке 17.



Источник: составлено автором по данным [170].

Рисунок 17 – Общие активы клиентов в мировой экономике, в триллионах долларов

Анализ показывает, что стабильно самым большим поставщиком активов в мировой экономике является массовый сегмент, представленный частными домохозяйствами, богатство которых недостаточно для выделения их в сегмент HNWI (high net worth individuals). На массовый сегмент в 2018 году приходилось 33,76% общих активов. Второе место по значению в общих активах занимают активы, принадлежащие состоятельным гражданам

(HNWI); их доля в 2018 году составляла 29,33%. Следующими по объёму идут активы пенсионных фондов с долей в 19,34%. Далее – страховые компании и суверенные фонды с долями 13,98% и 3,59% соответственно. Несмотря на то, что общие активы клиентов с 2004 года выросли в 1,86 раза, сама структура активов отличается устойчивостью. Самое крупное изменение наблюдается в части вклада активов суверенных фондов, относительная доля которых выросла с 1,57% в 2004 до 3,59% в 2018 году, а в абсолютном выражении их увеличение составило 4,26 раза. Так же к 2020 году ожидается, что лидером по объёму активов станет сегмент HNWI вследствие роста рыночной стоимости их инвестиций.

Индустрия управления активами как бы накладывается сверху на общепринятую классификацию участников мирового финансового рынка, которую описывают, например, экономисты Данилина М.В и Михайлов А.Ю. [40, с. 16]. Она может включать отдельные сегменты мирового финансового рынка: рынок страховых и пенсионных продуктов, рынок ценных бумаг, денежный рынок, рынок производных инструментов. При этом рынок ценных бумаг не является единственным сегментом, где осуществляют деятельность межрыночные участники (в том числе, рейтинговые и консультационные агентства), внутрирыночные участники (непрофессиональные и профессиональные участники только рынка ценных бумаг) и органы государственного и межрыночного регулирования.

Мы бы также не стали отделять эмитентов, инвесторов и профессиональных участников рынка ценных бумаг (т.е. тех, кто осуществляет деятельность, требующую лицензии – брокеров, дилеров, управляющих компаний, регистраторов и депозитариев, бирж и расчётных центров), так как зачастую они представляют собой один субъект экономики – например, холдинговую банковскую структуру.

Мы в целом согласны с делением инвесторов на институциональных и частных. При этом мы бы в целом выделили не только инвесторов, но вообще участников мирового финансового рынка, являющихся юридическими

лицами, в категорию институциональных участников как антитезу частным (индивидуальным) участниками. В нашем понимании, и эта точка зрения подтверждается как практикой хозяйственной жизни, так и теоретическими исследованиями [201], индустрия управления активами представляет собой совокупность институциональных и частных участников мирового финансового рынка, которые, с одной стороны, заняты накоплением сбережений, а с другой стороны, осуществляют управление этим капиталом, помещая его в активы различной природы, главным образом, ценные бумаги, в том числе, за рубежом.

Хотя ранее традиционными портфельными инвесторами являлись банки, в настоящее время доминирующее положение в движении капитала в форме портфельных инвестиций начинают занимать небанковские финансовые институты – прочие финансовые организации в рамках индустрии управления активами. Банки, имея доступ к инструментам рефинансирования центральных банков, начинают выполнять роль эмиссионных институтов, создающих фиктивный капитал, помещение которого в финансовые инструменты (главным образом, ценные бумаги) осуществляется институтами индустрии управления активами. Участие банков в осуществлении портфельных инвестиций происходит через аффилированные структуры, о чём мы подробнее скажем ниже.

Банки, выступая профессиональными участниками мирового финансового рынка, извлекают выгоду из оборота портфельных инвестиций следующим образом. Мексиканский экономист Артуро Гиллен, оценивая теоретическое наследие Рудольфа Гильфердинга для понимания современных проблем мировой финансовой системы, отмечает большое значение финансового сектора для финансового капитала. Финансовые компании контролируют появление и оборот фиктивного капитала в форме финансовых инструментов и, будучи андеррайтерами, присваивают общественную прибавочную стоимость в виде нового механизма, ранее не находящегося в руках отдельных сегментов капитала. Речь идёт об аналоге явления, которое

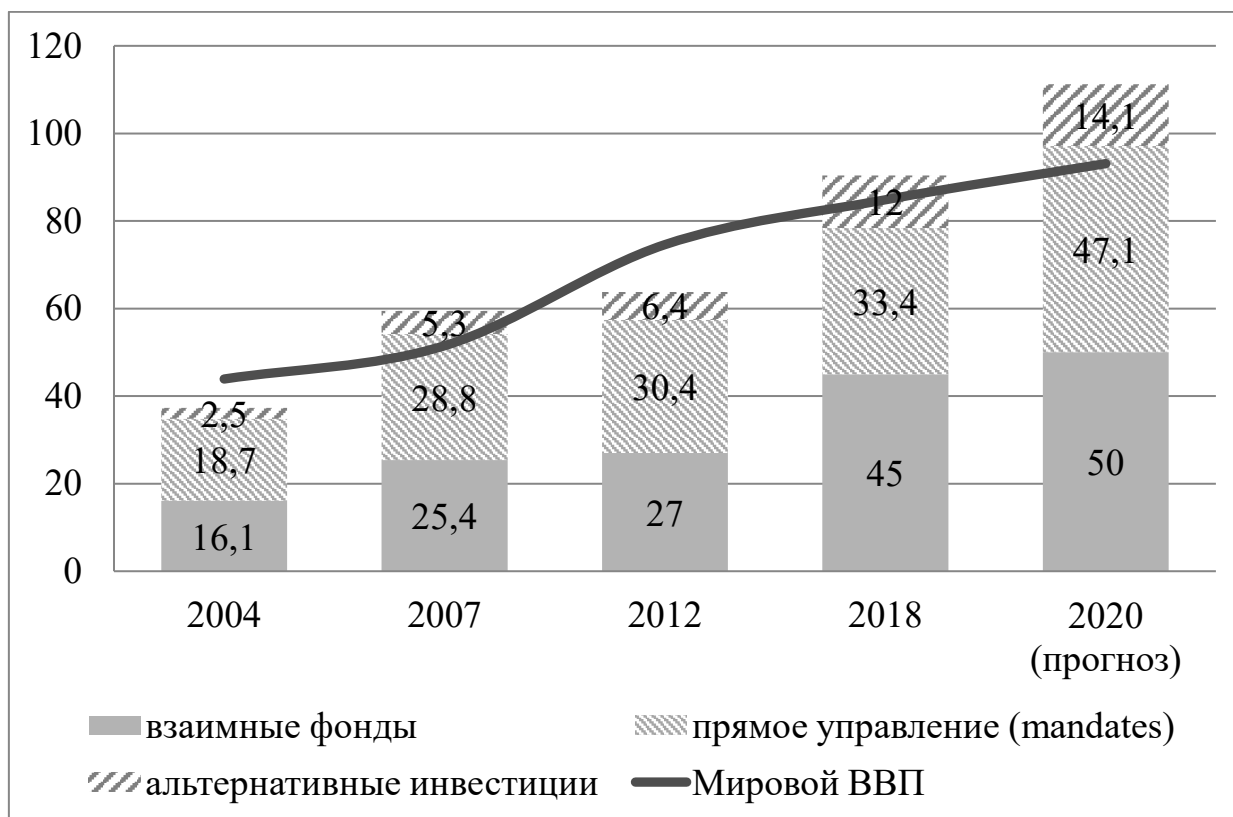
Гильфердинг называл «учредительской прибылью» – монопольным доходом, присваиваемым финансовым капиталам через контроль над выпуском и обращением акций, государственных и частных облигаций и прочих ценных бумаг. Артуро Гиллен пишет, что «даже учитывая все различия между текущей ситуацией и временем Гильфердинга, можно утверждать, что учредительская прибыль играет решающую роль в современном капитализме и была основополагающим фактором, например, в процессе секьюритизации и создании производных финансовых инструментов, сопровождающем бум рынка недвижимости в 1990-2007 годах и приведшему к нынешнему глобальному кризису, длящемуся более четырех лет» [104, с. 9].

Примечание – Под «нынешним глобальным кризисом» подразумевается кризис 2007-2009 годов.

В настоящее время аналогом учредительской прибыли выступают комиссионные вознаграждения за оборот финансового капитала. Банки, будучи лицензированные посредниками на мировом финансовом рынке, за каждую финансовую сделку, в том числе, за осуществление портфельных инвестиций, берут комиссии, служащие им источником дохода. Так, процентный доход постепенно вытесняется доходом от комиссий: в 2009 году на комиссии приходилось 42%, а на процентный доход 58% их общего дохода финансовых компаний в противовес 20% и 80% соответственно в 1980 году [104]. Учитывая исключительное положение глобальных банков, принадлежащих, главным образом, к англосаксонскому кластеру, можно говорить о том, что комиссионный доход, который фактически является производным от фактора финансовой инфраструктуры, становится современным аналогом абсолютной ренты для бенефициаров сложившегося порядка мировой финансовой системы.

Индустрия управления активами имеет большое значение для мировой экономики. Общие активы под управлением составляют порядка 90 трлн долл. по самым низким оценкам, что уже превышает объем мирового ВВП в текущих ценах. Общие активы под управлением в индустрии с 2004 года

выросли в 2,42 раза. Среднегодовые темпы роста активов под управлением с 2004 года превышают уровень в 30%, что показано на рисунке 18.



Источник: составлено автором по данным [170].

Рисунок 18 – Динамика глобальных активов под управлением, в триллионах долларов

В таблице 9 приведена динамика структура индустрии управления активами.

Таблица 9 – Структура индустрии управления активами

В процентах

Наименование	2004	2007	2012	2018	2020 (прогноз)
Взаимные фонды	43,16	42,76	42,25	49,78	44,96
Прямое управление (mandates)	50,13	48,48	47,57	36,95	42,36
Альтернативные инвестиции	6,70	8,92	10,02	13,27	12,68

Источник: составлено автором по данным [101; 102; 110; 170].

Индустрия управления активами включает следующие элементы: взаимные фонды, прямое управление (mandates) и альтернативные

инвестиции. Взаимные фонды представляют собой форму организации коллективных инвестиций, капитал под которые собирается от многих инвесторов и инвестируется профессиональным участником финансового рынка. В большинстве случаев взаимные фонды регулируются монетарными властями тех стран, где они существуют. В настоящее время в мире функционирует более 60 тысяч взаимных фондов. Половина всех средств под управлением взаимных фондов сосредоточена в США [63]. Взаимные фонды обычно предлагают активные и пассивные стратегии инвестирования. Активы под управлением взаимных фондов стабильно составляют значительную долю индустрии управления активами. На них приходится чуть менее половины всех активов под управлением индустрии. С 2004 года абсолютный объём активов под управлением взаимных фондов глобально вырос в 2,8 раза, что произошло во многом благодаря росту цен на финансовые активы.

Под прямым управлением (mandates) применительно к рассматриваемой области экономических отношений подразумевается такая форма организации управления капиталом, когда в инвестиционный процесс вовлечён отдельный счёт каждого инвестора, а не пул инвесторов, как это происходит в инвестиционных фондах [170]. Такой подход широко распространён среди сегмента HNWI и в случае передачи крупного объёма капитала институциональными инвесторами, которые не хотят принимать на себя коллективный риск фондов. На прямое управление в 2004 году приходилось 50,13%, но эта доля имеет тенденцию к снижению: уже к 2018 году она составила только 36,95% активов под управлением индустрии. При этом в абсолютном выражении активы, приходящиеся на прямое управление, показали рост в 1,77 раза с 2004 года.

Третьим элементом индустрии управления активами является направление альтернативного инвестирования. К ключевым видам таких инвестиций относятся: 1) инвестиции в частный капитал (private equity); 2) инвестиции в объекты недвижимости (real estate); 3) инвестиции в частный

долг (private debt); 4) инвестиции в хедж-фонды (hedge funds); 5) инвестиции в природные ресурсы (natural resources); 6) инвестиции в инфраструктурные проекты. Относительная доля альтернативных инвестиций в общем объёме активов под управлением в 2004 году составляла 6,70%. К 2018 году эта доля удвоилась и составила 13,27%. В абсолютном выражении с 2004 года активы, приходящиеся на альтернативные инвестиции, выросли в 4,8 раза, достигнув отметки в 12 трлн долл.

Хотя индустрия управления активами имеет дело не только с активами в форме портфельных инвестиций, всё же именно портфельные инвестиции являются ключевым направлением для неё. По оценкам Европейской ассоциации фондов и управляющих активами, активы европейских управляющих активами в 2017 году на 32% состояли из акций, 40% облигаций, 22% прочих инструментов (недвижимость, структурные продукты, private equity, хедж-фонды и другие) и 7% денежных средств и инструментов денежного рынка [171]. Схожая структура активов наблюдается у управляющих активами в Северной Америке и Азии [189].

Индустрия управления активами, выступая финансовым посредником, предлагает значительные преимущества для экономики. Владельцы капитала получают возможность более разностороннего и сложного участия в инвестиционном процессе как на национальных, так и на мировом финансовом рынке. При этом, субъекты экономики, нуждающиеся в финансировании, получают более широкий доступ к свободному капиталу, не увеличивая кредитный риск банковской системы. А управляющие активами предоставляют свои услуги на возмездной основе, получая комиссионное вознаграждение. Обыкновенно практика управления активами подразумевает два вида комиссий, взимаемых с клиента: 1) фиксированная комиссия за управление; 2) комиссия за успех, взимаемая с чистого прироста капитала за отчётный период.

Продукты управления активами (Asset Management Products – AMP) широко используются в Китайской Народной Республике. Для того, чтобы

снизить инвестиционную нагрузку с банков, финансирование инфраструктурных проектов осуществляется через инвестиционные (трастовые) компании, размещающие деньги частных инвесторов в различные продукты, служащие обеспечением изначального банковского кредита [196]. По оценкам Блумберг, к концу 2015 года объём АМР в Китае составил 15 трлн долларов [176].

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, ценные бумаги.

При этом глобальные дисбалансы также влияют на изменения в самой индустрии управления активами. С одной стороны, программы количественных смягчений центральных банков стран-эмитентов резервных валют сформировали долгосрочный растущий тренд на рынках активов – и широко диверсифицированные инвестиционные компании извлекли выгоду из него. С другой стороны, усиливающееся регулятивное давление и размывание ценообразующих механизмов, сопровождаемое непрозрачной взаимозависимостью традиционных классов активов становятся причиной институциональной трансформации международных рынков капитала, что непосредственно формирует новую реальность для управляющих активами.

В целом высокая волатильность и изменение инвестиционной среды мирового финансового рынка будет способствовать привлечению всё большего объёма накопленного капитала в индустрию – как от частных, так и от институциональных участников. Норма проникновения индустрии, иллюстрированная на рисунке 24, демонстрирует положительную динамику.

В целом индустрия управления активами развивается в русле концентрации и централизации глобального финансового капитала.

На 23 крупнейших не аффилированных с транснациональными банками компаний, управляющих активами, приходится более 35% всех мировых активов под управлением, что представлено в таблице 10.

Таблица 10 – Крупнейшие управляющие активами в мировой экономике

Название	Активы под управлением, трлн долл.	Совокупный объём, трлн долл.	Регион
BlackRock	6	25,24	США
Vanguard	4,9		
Fidelity	2,4		
State Street Global Advisors	2,5		
Capital Group	1,7		
Pimco	1,7		
Wellington Management International	1		
Nuveen	0,98		
T.Rowe Price	0,96		
Invesco	0,89		
Affiliated Managers	0,74		
Franklin Templeton	0,72		
Legg Mason	0,75		
Amundi	1,6	4,67	Европа
DWS	0,76		
Standard Life Aberdeen	0,7		
Schroders	0,54		
Janus Henderson	0,33		
Baillie Gifford	0,22		
Anima SGR	0,2		
GAM	0,13		
Man Group	0,11		
Ashmore	0,08		

Источник: составлено автором по данным Bloomberg [150].

Также значительным объёмом капитала управляют структуры, аффилированные с транснациональными банками, что представлено в таблице 11.

Таблица 11 – Управляющие активами, аффилированные с транснациональными банками

Название	Активы под управлением, трлн долл.	Совокупный объём, трлн долл.	Регион
BNY Mellon Investment Management	6	15,4	США
J.P. Morgan Asset Management	4,9		
Goldman Sachs Asset Management International	2,4		
Northern Trust Asset Management	1,7		
Morgan Stanley Asset Management	0,4		
BNP Paribas	1,4	5,34	Европа
Deutsche Bank	1,4		
Natixis Investment Managers	0,94		
UBS Asset Management	0,75		
HSBC Global Asset Management	0,45		
Credit Suisse Asset Management	0,4		

Источник: составлено автором по данным Bloomberg [150].

Как показывают данные таблицы 10 и таблицы 11, в настоящее время на первые 36 компаний по объёму активов под управлением приходится более 50% всех активов под управлением в индустрии. При этом 33% – это активы под управлением компаний, не аффилированных с банками, и 23% – это активы под управлением компаний, аффилированных с банками.

Географическое распределение капитала под управлением первых 36 компаний выглядит следующим образом. 45% их активов находятся в управлении компаний, инкорпорированных в США; из них на не аффилированные с банками структуры приходится 28% активов, а 17% – на аффилированные с банками структуры. 11,07% активов находится под управлением компаний, инкорпорированных в ЕС; из них на не аффилированные с банками структуры приходится 5,2% активов, а 5,91% – на аффилированные с банками структуры. Такое распределение капитала в очередной раз подтверждает первоочередную роль небанковских участников финансового рынка в США и банков как главных участников финансового

рынка в ЕС. В целом, на институты, инкорпорированные в Северной Америке, Европе и Японии, приходится более 70% мирового частного капитала.

Среди других тенденций развития индустрии управления эксперты консалтинговой компании PWC выделяют: 1) рост важности региональных инвестиций в Южную Америку, Азию, Африку и страны Ближнего Востока; 2) превращение пенсионных фондов, страховых компаний и физических лиц как основных держателей сбережений в мировой экономике в драйверы роста индустрии; 3) снижение общей маржинальности как вызов вследствие распространения пассивных стратегий инвестирования; 4) консолидация и концентрация сектора из-за необходимости снижения издержек и привилегированного доступа к клиентской базе; 5) усиление налогового регулирования как препятствие и возможность экономической экспансии (налоги как операционный риск) [170].

2.3 Принципы международного портфельного инвестирования: подходы и стратегии

В рамках нашего исследования мы не будем фокусироваться на описании конкретных инвестиционных методик, существующих в рамках институциональной структуры международного портфельного инвестирования – их множество, и они находятся в постоянном развитии. Наша задача – показать становление и состояние категорических подходов к управлению капиталом в форме портфельных инвестиций. Несомненно, эволюция подходов портфельного инвестирования, в первую очередь, является следствием изменения самой институциональной среды финансовых рынков, что было показано ранее.

Управление инвестициями, или инвестиционный менеджмент (англ. investment management), как социокультурный феномен эволюционирует с течением времени. Так, в 1900-1920-х годах преобладали два подхода: во-первых, аккумуляция портфелей ценных бумаг в различных

отраслях экономики семьями, кланами и холдингами с точки зрения долгосрочного владения и влияния; во-вторых, спекулятивная дискретная торговля ценными бумагами и контрактами для быстрого извлечения прибыли [32]. В данный период финансовой истории ещё не устоялись чёткие формы финансовых рынков и предоставляемых услуг в финансовом секторе.

1940-е годы характеризуются возрастанием роли пенсионных фондов, обслуживающих богатеющий средний класс – в первую очередь, в США и немного позже в Европе. Также в этот период начинают появляться частные инвестиционные фонды, привлекающие внешний капитал. Классическим примером может служить первый хедж-фонд, организованный Альфредом Уинслоу.

Процесс аккумуляции частного капитала способствовал институциональному оформлению индустрии управления активами. Пенсионные программы организуются в виде пенсионных фондов, активы которых инвестируются в ценные бумаги. В 1970-х годах инвестиционные фонды уделяют больше внимания выбору акций в портфеле, их качеству и динамике в средне- и долгосрочном периоде. Начинают появляться взаимные фонды вроде Vanguard Group, предлагающие доступное инвестирование с низкими издержками для широкого потребителя. В 1980-х годах инвесторы начинают предпочитать относительный подход, сравнивая динамику своих инвестиций с рыночными индексами, что становится драйвером развития для индексных фондов. В 1990-х годах наблюдается сдвиг в сторону активного управления портфелем одновременно с ориентацией на систематический подход в части получения доходности выше рыночных индексов. С 2000-х годов возрастает роль альтернативных инвестиционных фондов, фокусирующихся на достижение абсолютной доходности. Кроме того, широкое распространение получают квантитативные стратегии, базирующиеся на математическом и статистическом анализе [85]. Сравнительное описание периодов развития инвестиционного менеджмента представлено в таблице 12.

Таблица 12 – Этапы развития инвестиционного менеджмента

Период	Характеристика	Инновация
Первая половина XX в.	Долгосрочное владение ценными бумагами для достижения экономической власти; спекулятивная дискретная торговля на рынке ценных бумаг	Спекуляция как отдельный вид деятельности
1940-е годы	Возрастание роли пенсионных фондов; появление частных инвестиционных фондов	Применение различных критериев для выбора ценных бумаг на основе технического и фундаментального анализа
1970-е годы	Появление пассивных инвестиционных фондов с низкими издержками	Разделение на активный и пассивный подход к инвестированию; углубление экспертизы выбора ценных бумаг; зачатки портфельной теории
1990-е годы	Резкое увеличение роли активных фондов, в том числе хедж-фондов	Систематический активный подход к управлению портфельными инвестициями; стратегии управления капиталом посредством производных финансовых инструментов
2000-е годы	Самостоятельное развитие индустрии управления активами, предоставляющей широкий спектр услуг по управлению капиталом; выделение хедж-фондов как отдельных класс активов	Усовершенствование инвестиционных стратегий в различных классах инструментов; развитие количественных методик инвестирования на основе математического

Источник: составлено автором по материалам [85].

Конечно, приведённое описание касается, главным образом, развитых стран – США и Европейского экономического пространства, накопивших колоссальные объёмы капитала, который необходимо размещать в поле финансового рынка. Остальные регионы мировой экономики, естественным образом отставая в финансовом отношении от центров капиталистического мира, и в сфере инвестиционного менеджмента в большинстве случаев лишь перенимают сложившиеся подходы. Глобализация международного портфельного инвестирования, однако, предоставляет доступ к

многочисленным финансовым рынкам при наличии капитала и компетенций в управлении им и открывает возможности для инвестиционных менеджеров из любого региона мира, в том числе, России.

Меняющиеся условия внешней среды предъявляют новые требования к инвестиционному процессу. Продуктом в индустрии управления активами является компетенция к управлению капиталом, оформленная в виде инвестиционной стратегии, главной целью которой является получение дохода при условии сохранения изначально вложенных средств. Поэтому для сохранения конкурентных преимуществ субъекты управления капиталом должны приспосабливаться к меняющимся условиям мировой экономики – глобальным дисбалансам, усложнению мирового финансового рынка, новым требованиям регулирования профессиональной финансовой деятельности и изменению поведения владельцев капитала. Такое приспособления выражается в трансформации организационной структуры и подходов международного портфельного инвестирования в рамках индустрии управления активами. Условное разделение старого и нового подхода к международному портфельному инвестированию показано в таблице 13. Старый подход описывает состояние инвестиционного менеджмента до кризиса 2007-2009 годов, новый подход – после кризиса.

Таблица 13 – Изменение организационной структуры и подходов международного портфельного инвестирования

Категория	Старый подход	Новый подход
1	2	3
Методология	Финансы как наука со многими допущениями	Финансы как искусство, адаптивные практические знания
Отношение к инвесторам, владельцам капитала	Инвестор как рациональных экономический агент, стремящийся максимизировать прибыль	Учёт поведенческих аспектов и личностных характеристик инвесторов

Продолжение таблицы 13

1	2	3
Инвестиционные цели	На основе общепризнанных бенчмарков и стандартов	На основе целей владельцев капитала и результатов инвестиционной деятельности, в том числе дохода, требования ликвидности и ограничения рисков
Инвестиционные методы	Равнозначный подход к оценке стоимости ценных бумаг, волатильности и корреляции	Гибкий, постоянно обновляемый подход к оценке стоимости ценных бумаг, волатильности и корреляции
Временной горизонт	Долгосрочный	Краткосрочный
Международный аспект	Инвестирование в рамках национальных границ	Глобальный подход к инвестированию
Отношение к классам активов	Традиционное фиксированное распределение инвестиционного портфеля по классам активов	Динамическое распределение инвестиционного портфеля в самые разные классы активов; альтернативные инвестиции становятся всё более распространенными

Источник: составлено автором по материалам [97].

С точки зрения методики управления капиталом наблюдается крен в сторону комплексной научной базы, включающей не только основные положения экономической теории (подход «экономика как точная наука»). Теперь экономические отношения рассматриваются как отношения между живыми людьми, имеющими сложную психологию и склонными принимать, в том числе, экономические решения исходя из своих привычек, вкусов и предпочтений, а не только рационального расчёта. Рост и крах доткомов, рынка ипотечных облигаций и рынка криптовалют наглядно показали, что сделки с ценными бумагами могут быть частью общего коллективного поведения без учёта участниками рынка действительного экономического фундамента того актива, который они покупают или продают. Сдвиг в сторону поведенческих финансов и анализа нарративов, влияющих на массы, становится мейнстримом не только в теории финансов, но и применяется в инвестиционной практике.

С точки зрения инвестиционных целей принимаются не распространённые бенчмарки, хотя их значение по-прежнему велико, а конкретные нужды конкретных владельцев капитала. Например, для управления средствами пенсионных фондов важнее обеспечить максимальную сохранность капитала при удовлетворительных значениях доходности и ликвидности при минимальных просадках (drawdowns). Примерно тот же риск-профиль демонстрируют частные инвесторы старшего возраста. Что касается многих частных инвесторов в фонды абсолютной доходности, они готовы принимать больший риск при больших ожидаемых значениях доходности капитала при повышенной волатильности [130].

Также в современных условиях неопределённости сокращается временной горизонт портфельных инвестиций, наблюдаются более гибкие и динамические подходы к стоимостной оценке активов и распределению капитала в них. Другой важной инновацией становится глобализация самого процесса осуществления инвестиций. Если раньше такое инвестирование существовало только в рамках национальных границ, то теперь как частные, так и институциональные инвесторы стремятся диверсифицировать свои портфели, помещая всё большую долю сбережений в трансграничные финансовые инструменты – особенно часто такое поведение наблюдается у владельцев капитала из развивающихся стран. Следует отметить, что несмотря на интернациональный характер движения капитала, инвесторы развитых стран всё же предпочитают локальные активы (home bias), что, в первую очередь, объясняется нежеланием принимать на себя риск изменения валютного курса и политический (страновой) риск, возникающие при инвестировании в иностранные активы [100]. Так, в номинальном выражении риск валютного курса в развитых странах представляет около 15% от общего риска [83].

Оценка инвестиционных активов инвесторами зависят от общей рыночной конъюнктуры и доходности отдельных активов. Здесь мы также согласны с теорией рефлексивности финансовых рынков, предложенной

Джорджем Соросом [127, с. 14]. Рефлексивность, по Соросу, заключается в том, что, с одной стороны, участники финансовых рынков воспринимают текущую ситуацию, – и это восприятие выражается в цене активов, – исходя из будущих ожиданий, а с другой стороны, будущее, в том числе и цены, само по себе формируются настоящим восприятием. Добавим, что, как правило, благоприятная рыночная конъюнктура (когда рынки растут и активы показывают положительную доходность) инвесторы склонны недооценивать потенциальный риск инвестиций и переоценивать будущие ожидания дохода. Неблагоприятная конъюнктура финансовых рынков (отрицательные доходности активов), напротив, способствуют переоценке рисков и недооценке будущих доходов. Подчиняясь общей интенции капитала к сохранению и приумножению, инвесторы вынуждены реагировать на изменения мировой экономики, при этом своими настоящими действиями формируя будущее. Как следствие эволюционируют методы оценки стоимости активов. В 90-х годах XX века растущие рынки создали впечатление о необходимости как можно большего распределения капитала (в соответствии с собственным риск-профилем) в рисковые активы – в первую очередь, акции.

Основным средством определения стоимости активов, главным образом, акций, считалась модель CAPM (англ. capital asset price modelling) и Современная портфельная теория Гарри Марковитца [119]. Данная теория имеет ряд преимуществ и недостатков. Преимущества заключаются в том, что её выводы могли быть применимы на практике для оценки альтернативных инвестиционных возможностей, приведённых под один расчётный знаменатель. Недостатки модели заключены в её допущениях. CAPM допускает, что, во-первых, все инвесторы ведут себя исключительно рационально, во-вторых, что участники рынка могут совершать операции без транзакционных издержек и, в-третьих, что они могут привлекать и одалживать неограниченное количество капитала по безрисковой ставке процента. Помимо всего прочего подразумевается нормальное распределение

доходностей инвестиционных активов. Цель модели – позволить инвесторам оптимизировать инвестиционные портфели акций, исходя из заданных уровней риска, при этом калькуляция корреляции и волатильности активов осуществлялась по историческим данным, которые принимались за константу.

Впоследствии модель дополнялась и пересматривалась. Одним из ключевых дополнений к модели стала модификация Роберта Мёртона, имевшая название ICAPM (англ. Intertemporal Capital Asset Pricing Model) – линейно-факторная модель, где благосостояние принималось за переменную величину, которая прогнозирует изменения в распределении будущих доходностей инвестиционных активов или дохода [120]. Смысл такого дополнения заключался в придании модели более реалистичного взгляда на поведение инвестора, который склонен защищать свои инвестиции против рыночных неопределённостей и конструировать динамические инвестиционные портфели, скорректированные по риску.

Базовая модель CAPM была ориентирована исключительно на один локальный рынок акций. Вследствие усиленной интернационализации финансового сектора появилась потребность оценки стоимости международных активов. Появились модели International CAPM и Global CAPM, призванные учитывать интеграцию международных финансовых рынков и возможные эффекты изменения валютных курсов [179]. Хотя данные модификации позволяют решать некоторые практические задачи, у самого подхода в его чистом существе существуют непреодолимые ограничения.

Очевидно, что в реальном мире все версии современной портфельной теории Марковитца применимы только в том случае, если возможно найти реальность, удовлетворяющую вышеозначенным допущениями. Исчезновение ликвидности в случае реализации систематического риска, как было при банкротстве банка Lehman Brothers, наличие значительных транзакционных издержек, в том числе, существование спредов между заявками на покупку и продажу того или иного актива (bid-ask spreads) и сомнение в наличии безрисковых (risk-free) финансовых инструментов после ряда суверенных

дефолтов [1, с. 45], в том числе, российского в 1998 году, значительно усложняют процесс управления капиталом в форме портфельных инвестиций и делают невозможным использование вышеописанных моделей в чистом виде.

Распространение теории поведенческих финансов в инвестиционной практике произошло во многом благодаря академическим исследованиям, которые ввели в оборот следующие понятия: «цена безразличия» (indifference price) – уровень, по которому участники рынка готовы купить или продать актив [109]; эффект владения (endowment effect) – склонность инвесторов предпочитать тот актив, который уже находится в их инвестиционном портфеле [121]. Кроме того, налицо эмпирический факт того, что инвесторы склонны воспринимать только недавние события. Так, десятилетний цикл рост рынка акций в развитых странах до 2008 года сформировал мнение о «нормальности» такой динамики данных финансовых активов – аллокация капитала в акции становилась избыточной. Примерно то же происходит и теперь, когда рынки акций развитых стран находятся на исторически максимальных значениях. С другой стороны, существует проблема невозможности получения низкорисковых доходов ввиду сильного снижения доходностей на рынке государственных и высококлассных корпоративных облигаций, о чём мы писали выше.

Значительные изменения для индустрии управления активами происходят в части клиентской базы и подходов к продвижению собственных услуг, что представлено в таблице 14.

Таблица 14 – Изменение клиентской базы и подходов к продвижению услуг в сфере международного портфельного инвестирования

Категория	Старый подход	Новый подход
Клиентская база	Фокус на пенсионные фонды; доминирование взаимных фондов в портфелях розничных инвесторов; хедж-фонды как инновационный продукт	Институциональные клиенты представлены суверенными фондами благосостояния и семейными офисами; более персональные предложения для розничных инвесторов; хедж-фонды и другие альтернативные инвестиции как мейнстрим
Продвижение услуг	Фокус на непосредственную продажу продукта как части общего инвестиционного предложения; одномерный механизм продаж; важность общего объёма продаж	Обладание высоким уровнем компетенций как в части продаж, так и в части инвестиционного процесса; долгосрочное, стратегическое сотрудничество с инвестором; важность чистого притока капитала под управлением

Источник: составлено автором по данным [97].

Если раньше основной стратегией привлечения капитала был поиск заинтересованного пенсионного фонда, которые содержали львиную долю всех активов индустрии, для предложения ему простого подходящего продукта, – портфеля акций или облигаций, повторяющий какой-либо распространённый индекс, – то теперь институциональная часть инвесторов стала более разнообразной и требовательной. Инвестиционная экспертиза представителей суверенных фондов, фондов национального благосостояния и семейных офисов (family offices) вкупе со сложными условиями международных финансовых рынков являются серьёзной проблемой для управляющих активами и их команд продвижения. Персональные подходы к розничным инвесторам и сложные продукты, организованные в виде хедж-фондов, становятся новым звеном в цепочке стоимости индустрии управления активами. Несмотря на сокращение временного горизонта, предъявляемого к самому инвестиционному процессу, ориентация на постоянное,

стратегическое и долгосрочное сотрудничество с владельцами капитала будут фундаментом конкурентного преимущества на глобальном рынке.

Как мы уже отметили, наше исследование в основном описывает состояние индустрии управления активами в странах с развитой экономикой, которые по-прежнему содержат более 70% всего капитала под управлением институциональных участников. Однако нельзя не заметить, что развивающиеся страны начинают играть всё более заметную роль в этой сфере, так как накопление капитала идёт рука об руку с ростом их вклада в мировой ВВП. Как мы уже отметили выше, в настоящее время суверенные фонды уже стали одним из главных субъектов институциональной структуры международного портфельного инвестирования. По данным ОЭСР, государственное (публичное) владение акциями публичных компаний составляет около 10 трлн долл., из которых на суверенные фонды приходится более 26%; а с учётом государственных пенсионных фондов эта доля оценивается в 35% [178].

Хотя суверенные фонды являются полноправными участниками международного портфельного инвестирования, их подходы к инвестиционному процессу во многом отличаются от тех, что применяются в частном секторе. Причём разница подходов может быть кардинальной даже среди самих суверенных фондов. Некоторые фонды нетерпимы к любому риску и убыткам, другие, наоборот, имеют более длинный инвестиционный горизонт и готовы получать премию за неликвидность их активов [89].

С одной стороны, суверенное участие в институциональной структуре международного портфельного инвестирования оказывает влияние на потоки капитала на мировых финансовых рынках, но с другой стороны, те тенденции, которые мы описываем в настоящем исследовании имеют прямую аппликацию к суверенным и государственным пенсионным фондам, которым необходимо адаптироваться к меняющимся условиям – особенно если принять во внимание социальную важность их миссии.

Другой важной тенденцией для развивающихся с рынков является факт быстрого накопления капитала домохозяйствами, которые представляют класс ритейл-инвесторов – и в будущем будут либо инвестировать самостоятельно, либо станут клиентами институциональных участников мирового финансового рынка. Заметим, что домохозяйства развивающихся стран, недавно достигнувшие среднего уровня благосостояния, могут иметь противоположное видение на портфельные инвестиции, предпочитая другие активы, обеспечивающие их доход в будущем – недвижимость, драгоценные металлы, доли в бизнесе и прочее. При этом могут отличаться инвестиционные профили домохозяйств внутри самого понятия развивающихся экономик.

В целом новые подходы к управлению капиталом в структуре индустрии управления активами можно описать следующими характеристиками: 1) адаптируемость; 2) гибкость; 3) персонафицированность; 4) системность; 5) инновационность; 6) глобальность.

Изменение институциональной структуры международного портфельного инвестирования, вызванное меняющимися условиями среды и осуществляемое в рамках индустрии управления активами, является необходимым условием эффективности её дальнейшего функционирования. В обозримом будущем главным критерием для владельцев капитала станет вопрос ликвидности их инвестиций, соотносимый с транспарентностью принимаемого риска, который определяется показателем возможной просадки (drawdown). Конкуренция внутри индустрии управления активами усилится вследствие необходимости размещения капитала в среде, в которой сокращается область безрисковых активов, а взаимозависимость отдельных сегментов мирового финансового рынка требует глобального подхода к портфельному управлению. Развитие поведенческих практик оценки активов и принятия инвестиционных решений станет фактором, определяющим будущее направление движения цен финансовых инструментов.

Выводы по Главе 2.

По проведенному анализу можно сделать следующие выводы.

Во-первых, наблюдается тенденция к росту объёмов портфельных инвестиций и усилению степени их интернационализации. Во-вторых, объём международных портфельных инвестиций в долевые ценные бумаги стал равным объёму международных портфельных инвестиций в долговые ценные бумаги. В-третьих, международное портфельное инвестирование осуществляется, главным образом, в контуре развитых стран и офшорных юрисдикций, при этом их доля в общем объёме имеет устойчивый понижающийся тренд. В-четвёртых, международные портфельные инвестиции номинированы, в основном, в двух валютах – американских долларах и евро – при этом растёт доля прочих валют.

В-пятых, основными субъектами международного портфельного инвестирования являются различные инвестиционные фонды и их управляющие компании, объединённые понятием индустрии управления активами. Индустрии управления активами так же, как и транснациональные банки, является одним из элементов системы каналов движения глобального финансового капитала и полностью принимает содержание этого явления. При этом роль кредитных организаций в международном портфельном инвестировании постепенно снижается, а роль небанковских финансовых институтов растёт.

Эволюция международных экономических отношений способствовала изменению структуры и подходов индустрии управления активами, которая благодаря абсолютизации свойств капитала становится более жизнеспособной, занимая значительное место в мировой экономике. Настоящее состояние теории и практики управления капиталом в форме международных портфельных инвестиций перенимают методы разных научных дисциплин, в том числе психологии, которые могут быть использованы в части разработки систем управления капиталом в форме портфельных инвестиций.

Глава 3 Перспективы развития международного портфельного инвестирования в современных условиях

3.1 Возрастание роли фондов абсолютной доходности и пассивных фондов в институциональной структуре международного портфельного инвестирования

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.

В 2018 году американский рынок акций, основным индикатором для которого является индекс S&P500, показал рекордное с 2011 года снижение в относительном выражении. Кроме того, аналитики центра Ned Davis Research отмечают, что 2018 год является особенным с той точки зрения, что в данный период ни один из традиционных классов активов не только не сгенерировал доходность выше 5% годовых, но и закончил год в отрицательной зоне – последний раз это наблюдалось лишь в 1972 году [150].

В таких условиях процесс управления капиталом, особенно в форме международных портфельных инвестиций, сталкивается с многочисленными асимметриями, которые влияют на инвестиционную среду. Так, стоимость акций инвестиционных компаний, которые котируются на бирже, уменьшилась в среднем на одну треть в 2018 год, что показано в таблице 15. С одной стороны, причиной такого снижения стал общий рыночный фон; и, как говорят представители данных компаний, ожидается скорое восстановление, тем более что менеджмент в целом по индустрии взял курс на снижение издержек.

Таблица 15 – Динамика стоимости акций компаний-управляющих активами в 2018 году

Название	Изменение цены за год, в процентах	Активы под управлением, млрд долл.
T ROWE PRICE GROUP INC	12,02	962
ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING LP	9,06	555
ARES MANAGEMENT CORP – A	-11,10	107
BLACKROCK INC	-23,53	5976
FEDERATED INVESTORS INC-CL B	-26,41	460
FRANKLIN RESOURCES INC	-33,22	717
STATE STREET CORP	-35,61	2511
EATON VANCE CORP	-37,61	439
LEGG MASON INC	-39,23	755
AMERIPRISE FINANCIAL INC	-39,40	654
ARTISAN PARTNERS ASSET MA –A	-44,03	96
AFFILIATED MANAGERS GROUP	-52,53	736
INVESCO LTD	-54,19	888

Источник: составлено автором по данным Bloomberg [150].

Аналогичным шоком для цены и стоимости публичных компаний стала пандемия, вызванная вирусом Covid-19. Сильнее обнажились фундаментальные проблемы мировой финансовой системы, имеющие следствия для индустрии управления активами.

Во-первых, современные экономические условия не позволяют инвестиционным компаниям свободно извлекать выгоду в двух основных для них направлениях: 1) агрегировать растущие накопления населения, преимущественно развитых стран; 2) получать прибыль вследствие роста цен на рынках активов. Так, последние пять-семь лет темпы роста валовых частных сбережений в США значительно замедлились. В целом повлияло общее старение населения западных стран, в результате чего приток сберегаемого капитала в инвестиционную сферу снизился, а отток возрос – инвестиции трансформируются в деньги для финансирования текущих расходов пенсионеров. Младшее поколение при этом не имеет стабильных доходов и скептически относится к финансовой системе и традиционным формам инвестиций [77].

Сложившиеся экономические условия подразумевают необходимость трансформации стратегий развития глобальных фирм, управляющих активами. Одним из направлений развития становится освоения капиталом рынков развивающихся стран. Страны АТЭС представляют значительных возможности для привлечения капитала в управление; только КНР в 2018 году предоставляла мировой экономике одного миллиардера каждые две недели. Однако демографическая ситуация в Азиатско-Тихоокеанском регионе схожа с той, что сложилась в западных странах. Кроме того, инвесторы из развивающихся стран стали предпочитать локальных менеджеров, опасаясь введения санкций и заморозки средств регулирующими органами развитых стран – что актуально и для России.

Во-вторых, доходность различных классов активов в будущем может значительно снизиться и вследствие слабой экономической активности в развитых странах, и ввиду вмешательства регулятивных структур. Низкие ставки и программы количественного смягчения центральных банков стран-эмитентов резервных валют сформировали пузыри на рынках активов и размывали ценообразование, что лишило процесс принятия инвестиционных решений фундаментальной почвы. Также избыточная ликвидность сформировала очень низкую историческую волатильность, которая в момент шоков трансформируется в чрезмерно высокую волатильность волатильности, что показано на рисунке 19.



Источник: составлено автором по данным Bloomberg [150].

Рисунок 19 – Индекс волатильности VIX

В-третьих, традиционные закономерности зависимости стоимости активов между собой становятся неочевидными. Фундаментальные драйверы стоимости перестают формировать тренды движения цены, а цены компании с сильным финансовым профилем не растут сильнее цен компаний с более низкой фундаментальной оценкой. Так, фонд Vanguard Growth (VUG US Equity), ориентированный на «компании роста», значительно опережает динамику фонда Vanguard Value (VTV US Equity) с фокусом на вложения в «компании стоимости» даже с учётом реинвестирования дивидендов, что представлено в таблице 16. С начала 2007 года «компании роста» опережают «компании стоимости» по всем трём показателям – общей доходности, доходности с учётом реинвестирования дивидендов и максимальной просадки (drawdown).

Таблица 16 – Сравнение динамики инвестиций в "компании стоимости" и "компании роста" за период 2007-2019 гг.

В процентах

Инструмент	Общая доходность	Доходность без учёта реинвестирования дивидендов	Максимальная просадка
Vanguard Growth ETF Equity	170,42	132,17	-42,70
Vanguard Value ETF Equity	98,16	43,56	-55,29

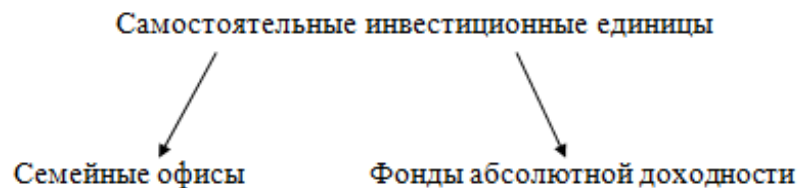
Источник: составлено автором по данным Bloomberg [150].

В-четвёртых, снижается маржинальность инвестиционного бизнеса. Текущие уровни операционной маржи в 20-35% будут испытывать давление со стороны индексных фондов с низкими и даже нулевыми издержками для инвесторов. Получать прибыль в инвестиционном бизнесе стало сложнее, а издержки возрастают значительно, что негативно влияет на конечные доходности для инвесторов. Конкуренция становится более острой. В этом отношении дополнительной проблемой для управляющих активами становится регулятивная среда мировой финансовой системы. В том числе, регулятивные и комплаенс издержки будут возрастать, особенно в

Европейском экономическом пространстве. Внедрение MiFID увеличивает общие затраты инвестиционного бизнеса.

Современное состояние сферы международного портфельного инвестирования испытывает влияние глобальных дисбалансов мировых финансов. Наблюдается тенденция к расширению диверсификации активов, что подчёркивает д.э.н., профессор Звонова Е.А. [67, с. 65].

Сложившиеся условия для управления капиталом в форме международных портфельных инвестиций вынуждают управляющих активами искать более эффективные подходы к инвестиционному процессу для достижения конкурентоспособных результатов. Капитал, стремясь к сохранению и приумножению, формирует новое поле своего движения. Одним из ключевых направлений развития международного портфельного инвестирования следует считать рост интереса владельцев капитала к самостоятельным инвестиционным единицам, ориентированным на абсолютную доходность. Существует две формы реализации данного интереса: 1) появление семейных офисов (family office) богатейших семей; 2) создание и привлечение капиталов фондами абсолютной доходности, иначе именуемыми хедж-фондами – что иллюстрирует рисунок 20.



Источник: составлено автором.

Рисунок 20 – Новые тенденции развития отрасли управления активами

Состоятельные домохозяйства предпочитают формировать собственные институты управления капиталом, которые бы учитывали их конкретные нужды. По данным Economist, в настоящее время существует более 5 тысяч семейный офисов, из которых две трети появились в последние 20 лет. Средний инвестиционный портфель семейного офиса имеет следующее распределение по активам: облигации – 16,2%; акции – 28%; инвестиции в

частный капитал – 21,6%; недвижимое имущество – 18,1%; хедж-фонды – 5,7%; товары – 3,4%; денежные средства и эквиваленты – 7% [98, с. 22–24]. Хотя инвестиционные команды семейных офисов зачастую самостоятельно осуществляют инвестирование в разные классы активов, их традиционная роль поставщиков активов для индустрии управления активами сохраняется. Семейные офисы по-прежнему отдают свой капитал в управление другим субъектами мировой экономики, в том числе, фондам абсолютной доходности (хедж-фондам).

Идея достижения абсолютной доходности заключается в измерении конечного результата инвестирования как чистого отношения прибыли или убытка за определённый период безотносительно к какому-либо бенчмарку. Так, абсолютная доходность противопоставляется относительной доходности, рассчитываемой в сравнении с доходностью выбранного бенчмарка, представляющего динамику рынка в целом, выбранного сегмента или отдельного актива. Рассматриваемый подход к достижению доходности является вариантом воплощения стремления капитала к сохранению или приумножению, и оформляется в понятиях инвестиционного менеджмента, ядром которого является инвестиционная стратегия.

Реализация выбранного подхода происходит в той или иной форме. Как мы писали ранее, главным образом, в мировой экономике есть три формы организации инвестиционного процесса: взаимные фонды, прямое управление (mandates) и альтернативные инвестиции. Заметим, что с точки зрения практики любой подход может осуществляться в рамках прямого управления, которое представляет собой закрытую, недоступную для внешнего анализа форму отношений между управляющим и владельцем капитал. Поэтому далее мы сосредоточимся на взаимных фондах и альтернативных инвестициях.

Идея абсолютной доходности, главным образом, реализуется в фондах абсолютной доходности. Такие фонды могут быть организованы как взаимные фонды или как хедж-фонды. Традиционно взаимные фонды придерживаются подхода относительной доходности, а реализация идеи абсолютной

доходности в рамках их структуры сталкивается со многими, в первую очередь, регуляторными ограничениями, что негативно сказывается на результатах деятельности таких фондов [113].

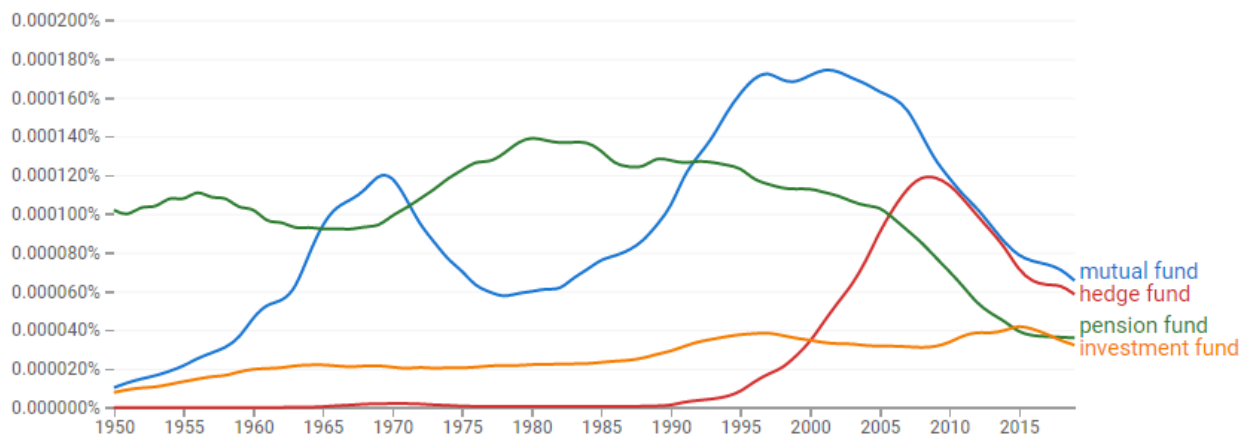
Наиболее полное выражение идея абсолютной доходности получила благодаря широкому распространению хедж-фондов, начало которому положил А. Джонс в 1949 г. Хедж-фонды представляют собой инвестиционный пул инвесторов, управляемый профессиональным управляющим. Управляющий на своё усмотрение, в рамках своего понимания и экспертизы использует капитал фонда для инвестиционных операций. Хедж-фонды могут оперировать глобально или в отдельном регионе мира, в нескольких или одном классе финансовых инструментов (долевых, долговых и деривативах, недвижимости, частном капитале и прочих). Как указывает теоретик индустрии хедж-фондов С. Маллаби: «Свобода быть в длинной и короткой позиции в любом финансовом инструменте в любой стране мира позволяет хедж-фондам использовать любую возможность, где бы она ни предоставлялась» [118]. При этом использования финансового рычага (левериджа) создаёт условия для извлечения максимальной выгоды из каждой возможности.

Так, российский экономист Смирнов Ф.А. даёт следующее определение хедж-фондам: «Хедж-фонды – это закрытые активные инвестиционные фонды, ориентированные на получение абсолютной доходности при любых рыночных условиях» [4]. Закрытость хедж-фондов включает, во-первых, в том, что их инвестиционные стратегии не предаются огласке, и, во-вторых, в том, что капитал не может свободно входить в такой фонд и выходить из него, хотя хедж-фонды оперируют, главным образом, привлечённым капиталом. Хедж-фонды относятся к разряду альтернативных инвестиций в индустрии управления активами.

Хедж-фонды представляют собой инвестиционную единицу, имеющую управляющую компанию, обычно зарегистрированную в мировых финансовых центрах, и офшорный фонд, агрегирующий капитал инвесторов.

Управляющая компания взимает комиссионные за управлением капиталом фонда.

Название «хедж-фонд» появилось ввиду сбалансированного подхода к управлению капиталом в таких институтах, которые хеджируют (hedge) свои инвестиции противоположными позициями. По данным Google, в публикациях на английском языке понятие «хедж-фонд» начинает активно фигурировать в 90-х годах XX века и в настоящее время опережает такие понятия как «инвестиционный фонд» и «пенсионный фонд», которые имеют гораздо более долгую историю упоминаний в публикациях, что показано на рисунке 21. Более популярным до сих пор остаётся только понятие «взаимный фонд». Такие данные говорят нам о том, что понятие «хедж-фонд» широко вошло в общественный дискурс.

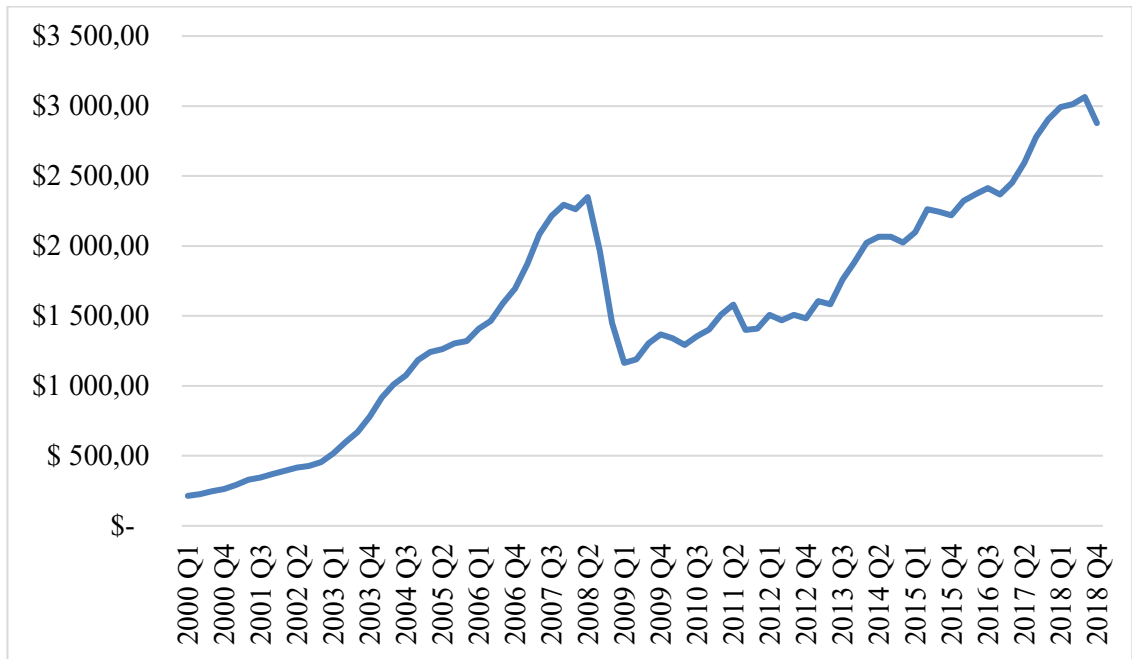


Источник: Google Ngram Viewer [185].

Рисунок 21 – Упоминание «хедж-фондов» в публикациях на английском языке

По причинам закрытости хедж-фондов, которые обыкновенно не раскрывают публике информацию о себе, оценка динамики активов под их управлением представляется трудной задачей. В данном случае исследователь может использовать только косвенные источники. По данным Barclay Hedge, на конец 2018 года активы под управлением хедж фондов достигли отметки в 2,8 трлн долл., что показано на рисунке 22. Так, активы под управлением хедж-фондов выросли в 13,42 раза с 2000 года, что означает долю в 23,33% в

объёме альтернативных инвестиций и 3,1% в общем объёме индустрии управления активами. Самым большим прорывом в развитии отрасли хедж-фондов факт доверия к ним институциональных инвесторов, что произошло в 90-х годах XX века. Иными словами, управляющие хедж-фондами получили доступ к накопленному предыдущими поколениями капиталу, что стало драйвером роста активов в их управлении.



Источник: составлено автором по данным [184].

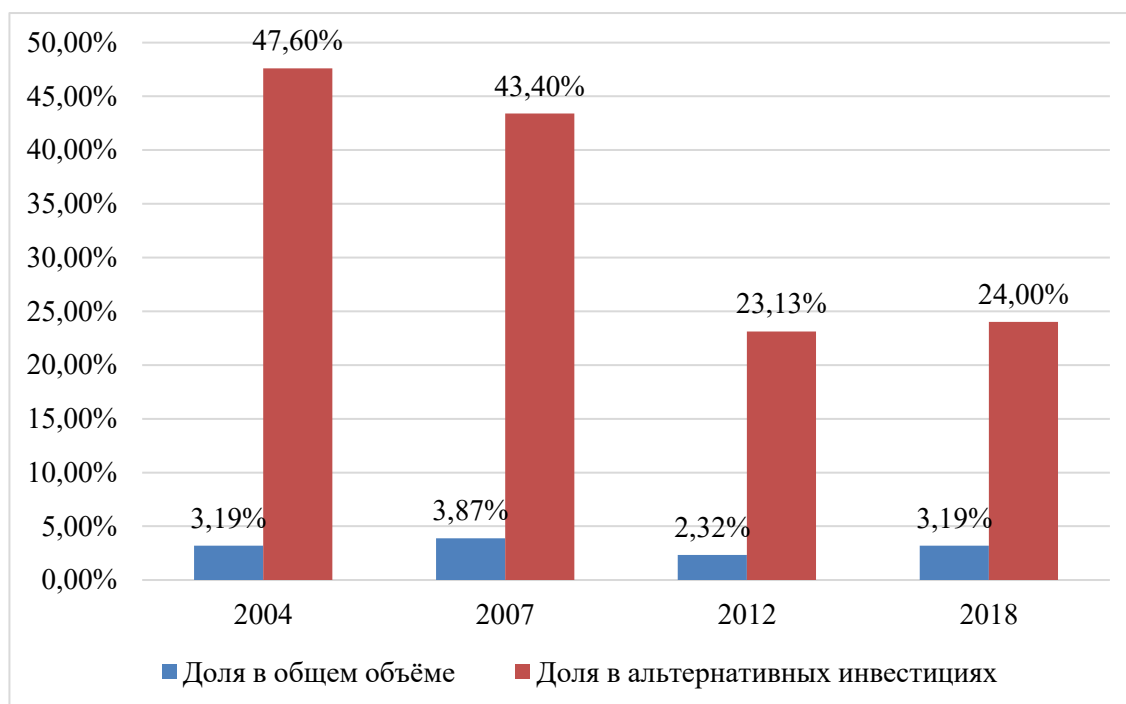
Рисунок 22 – Динамика активов под управлением хедж-фондов в период 2000-2018 годов, в миллиардах долларов

В настоящее время в мире существует около 9 тысяч хедж-фондов, 50% из которых зарегистрированы в США, 25% – в Европе, 18% – в Карибском бассейне. Из американских хедж-фондов более половины оперируют в Нью-Йорке [184].

По другим данным, активы под управлением хедж-фондов выросли за последнее десятилетие в 3 раза, достигнув в 2018 году отметки в 3,45 трлн долл. Распределение хедж-фондов по странам в процентах от общего объёма под управлением выглядит следующим образом: США – 73%; Великобритания – 14%; Гонконг – 1,8%; Канада – 1,42%; Швеция – 1,26%; Франция – 1,2%; Бразилия – 1%; Австралия – 0,97%; Швейцария – 0,86% [195].

В целом мировая хедж-фонд индустрия подвержена общим тенденциям развития мировой финансовой системы, в том числе, тенденции концентрации и централизации капитала. Однако заметим, что среди крупнейших стран-домициляров присутствует страна, относящаяся к категории развивающихся, – Бразилия.

Общая доля хедж-фондов в индустрии управления активами на протяжении последних 15 лет является устойчивой. При этом на них приходится всё меньше активов, относящихся к альтернативным инвестициям, что показано на рисунке 23. Данную тенденцию можно объяснить опережающим ростом других видов альтернативных инвестиций – особенно инвестиций в недвижимость, частный капитал и инфраструктурные проекты.



Источник: составлено автором по данным [170; 184].

Рисунок 23 – Доля активов под управлением хедж-фондов в общем объёме индустрии управления активами

Особняком в структуре хедж-фондов стоят фонды хедж-фондов, которые специализируются на том, что распределяют капитал инвесторов в другие хедж-фонды согласно своим собственным техникам. Среди общего

количества хедж-фондов фонды хедж-фондов составляют около 10%. В настоящее время практика портфельного инвестирования свидетельствует о том, что хедж-фонды превратились в класс активов, как традиционные акции, облигации и их значение возрастает.

Особую роль в развитии хедж-фондов сыграла система мотивации их управляющих. Обыкновенно за управление капиталом в хедж-фонде, как и в других институтах, принадлежащих к индустрии управления активами, взимается два вида комиссий: 1) комиссия за управление (*management fee*), устанавливаемая как годовой процент от активов под управлением; 2) комиссия за успех (*success* или *incentive fee*), устанавливаемая как процент от чистой прибыли после вычета всех издержек фонда. Комиссия за управление призвана покрывать операционные затраты фонда и обеспечивать его средствами для ежедневного функционирования. Комиссия за успех является чистым вознаграждением управляющего фонда за абсолютный результат его деятельности.

Вследствие возрастания активов под управлением хедж-фондов они становятся каналом перераспределения частного богатства. Управляющие самых крупных хедж-фондов получают значительное вознаграждение от инвесторов за свою деятельность и сами становятся крупными владельцами капитала. Только в 2017 году владельцы и управляющие хедж-фондов получили следующее вознаграждение: Дж. Саймонс (*Renaissance Technologies*) – 1,7 млрд долл.; Д. Теппер (*Appaloosa Management*) – 1,5 млрд долл.; К. Гриффин (*Citadel*) – 1,4 млрд долл.; Р. Далио (*Bridgewater Associates*) – 1,3 млрд долл.; И. Энглендер (*Millennium Management*) – 0,98 млрд долл. Можно утверждать, что в настоящее время «титаны хедж-фонд индустрии стали новыми Рокфеллерами, Карнеги и Вандербилтами. Они стали новой американской элитой...» [195]. Одним из аргументов против чрезмерного вознаграждения хедж-фондов является критика их бизнес-модели. Изначально управляющий хедж-фондов привлекает капитал и помещает его под риск; в случае положительной доходности хедж-фонд получает свою долю прибыли,

если же получен убыток, то его полностью берёт на себя инвестор. Конечно, наличие high-water mark может компенсировать данную асимметрию, однако, если убытки от инвестиционных операций в процессе управления составляют значительную сумму, то обыкновенно хедж-фонд прекращает свою работу и любые оговорённые условия теряют смысл [107]. Однако, во-первых, крупнейшие хедж-фонды существуют ни один десяток лет, пережив различные стадии финансовых рынков и демонстрируя при этом стабильные результаты. Во-вторых, в отличие от многих других участников мирового финансового рынка управляющие хедж-фондов осуществляют инвестиционные операции и с собственным капиталом, объём которого при успешной деятельности фонда только растёт. В любом случае хедж-фонды принимают на себя риск, а их менеджеры имеют skin in the game, что, по мнению Н. Талеба, является главным критерием добросовестной хозяйственной практики [46].

Управляющие хедж-фондами могут придерживаться разных техник инвестиционного менеджмента. Выбор инвестиционной стратегии зависит от профессионального опыта и понимания состояния финансовых рынков в каждый конкретный момент. При этом в каждом хедж-фонде может имплементироваться одна инвестиционная стратегия либо несколько одновременно. Необходимость понимания стратегий хедж-фондов обусловлена тем, что их действия прямо или косвенно влияют на цены финансовых инструментов. Сводная таблица возможных стратегий представлена в таблице 17.

Таблица 17 – Стратегии хедж-фондов

Группа	Разновидность
1	2
Долевые инструменты	Рыночно-нейтральная
	Фундаментальная стоимость/рост
	Алгоритмическая, количественная
	Секторальная

Продолжение таблицы 17

1	2
Долговые инструменты	Волатильность
	Рыночно-нейтральная
	Корпоративные и суверенные облигации
	Конвертируемый арбитраж
Событийная	Дискреционная
	Кредитный арбитраж
	Макро
	Арбитраж в слияниях и поглощениях
	Специальные ситуации
Макро	Активная, дискретная
	Товары (сельскохозяйственные, металлы, энергия и прочие)
	Валюты

Источник: составлено автором.

Что касается тенденций развития хедж-фондов, в условиях неопределённости рыночно-нейтральные стратегии будут привлекать всё больше капитала инвесторов. Основными регионами привлечения капитала в хедж-фонды являются США (77%), Европа (37%) и Япония (22%) [195].

Влияние хедж-фондов на мировую финансовую систему выражается в двух противоположных направлениях. С одной стороны, они, принимая на себя риск и используют неэффективности финансовых рынков, стабилизируют цены и потоки капитала. С другой стороны, непрозрачность и нерегулируемость деятельности этих финансовых институтов может быть причиной дестабилизации как отдельных звеньев движения глобального финансового капитала, так и всей системы. Так как хедж-фонды имеют свободные инвестиционные мандаты, их финансовые операции могут затрагивать все сегменты мирового финансового рынка, не говоря уже о том, что они эксплуатируют область международного портфельного инвестирования целиком, оперируя долевыми и долговыми ценными бумагами.

В нашем понимании хедж-фонды могут играть роль субъектов извлечения выгоды из движения капитала глобально, при этом оставаясь транзитерами глобальных шоков в кризисных ситуациях [76]. Помимо прочего, до конца не изучен вопрос влияния хедж-фондов на валютные курсы развивающихся стран, что является одним из критических вопросов экономической безопасности стран-экспортёров сырьевых ресурсов, к которым относится и Россия [78].

Будучи одним из звеньев движения глобального финансового капитала, хедж-фонды подвержены влиянию общего систематического риска. Так, панические продажи и экстремальная волатильность цен на активы может быть причиной непредвиденных убытков в хедж-фондах, аналитические модели которых не учитывали события такого рода. Кроме того, хедж-фонды проводят свои операции через контрагентов, главным образом, глобальные банки, которые предоставляют брокерские, депозитарные и сопутствующие им услуги. Во время дефолта инвестиционного банка Lehman Brothers счета многих хедж-фондов, обслуживавшихся в нём, были заморожены. Другим негативным фактором может стать сжатие кредитного рынка в кризисное время, в результате чего не будет возможности использовать заёмный капитал для осуществления инвестиционных операций, что является ядром всей деятельности хедж-фондов. Во время кризисов возможно возникновение регулятивных препятствий, например, запрещение осуществлять короткие продажи акций. И одним из главных проявлений систематического риска следует считать риск преждевременного вывода средств инвесторами, что полностью нарушает операционный и инвестиционный процесс хедж-фонда.

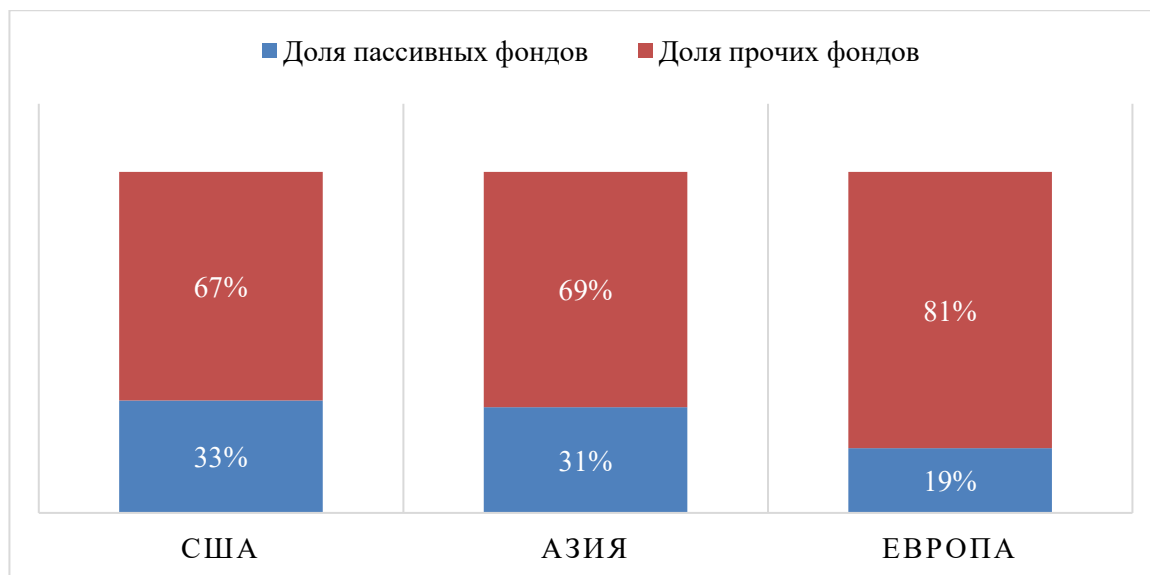
Среди современных рисков, влияющих на деятельность хедж-фондов, мы считаем необходимым выделить следующие: 1) волатильность фондового рынка; 2) непрогнозируемые процентные ставки центральных банков; 3) нестабильная геополитическая ситуация; 4) высокая стоимость активов; 5) волатильность валютных курсов и рынка товаров; 6) возрастающая конкуренция за активы инвесторов; 7) регуляторные инновации.

Развитие индустрии управления активами, происходящее с притоком в неё новых объёмов капитала, формирует две противоположные тенденции касательно хедж-фондов. С одной стороны, аккумулируются крупные пулы капиталов у менеджеров, которые давно существуют на рынке, вполне понимают принимаемый ими риск и имплементируют сложные инвестиционные стратегии, но при этом ввиду проблемы с ликвидностью (каждая стратегия может освоить определённый объём капитала) и развитию цифровых технологий (в целом способствующих повышению прозрачности и эффективности финансовых рынков) генерируют гораздо более низкие доходы (и часто терпят убытки), чем это было 15-20 лет назад. С другой стороны, многие менеджеры, управляющие меньшими капиталами, зачастую находятся на рынке недолго, не во всех его фазах (медвежий рынок, повышенная волатильность и прочее) и не всегда понимают либо в погоне за результатами игнорируют риски, которые они принимают, что отрицательно сказывается как на индустрии хедж-фондов в частности, так и стабильности мировых финансов в целом.

Другой значительной тенденцией институционального развития международного портфельного инвестирования в последнее десятилетие становится рост фондов пассивного инвестирования, главным образом, среди взаимных фондов. Такие фонды в отличие от фондов абсолютной доходности предлагают инвесторам возможность участия с минимальными издержками в росте и падении выбранного бенчмарка.

Как мы уже отмечали выше, перед участниками индустрии управления активами возникают новые проблемы. К главным проблемам следует отнести, во-первых, растущую конкуренцию в среде продуктов с низкими комиссиями, во-вторых, растущие издержки компаний и, в-третьих, значительный рост активов под управлением. И данные обстоятельства способствуют смещению интереса инвесторов, и, как следствие, капитал переходит в пассивные, главным образом, пассивные индексные фонды. 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%, что показано на рисунке 24. Наибольшую популярность пассивный подход имеет среди фондов облигаций [183].



Источник: составлено автором по данным MorningStar [183].

Рисунок 24 – Доля пассивных фондов в общем объеме индустрии управления активами

Итак, первая проблема для индустрии управления активами связана с тенденцией снижения комиссий для инвестора либо полной отмены комиссий как таковых. Данный факт укладывается в общий капиталистический закон падения нормы прибыли при достижения определённого уровня насыщения той или иной сферы экономики капиталом. Дополнительным фактором служит общая среда низких процентных ставок в развитых странах – основных регионах оборота капитала в форме международных портфельных инвестиций. Применительно к международному портфельному инвестированию это выражается в том, что расходы, которые несёт инвестор, помещая капитал под управление в тот или иной фонд, становятся очень низкими. В среднем, уровень комиссий фондов с 2008 года упал на 20% и составляет: для активных фондов акций – 0,76%; для активных фондов облигаций – 0,55%; для индексных фондов акций – 0,20%; для индексных фондов облигаций – 0,16%; для фондов на мировые индексы акций и

облигаций – менее 0,1% [133]. Кроме того, беспрецедентным явлением мировых финансов стали фонды с нулевыми комиссиями для инвесторов, которые запустила компания Fidelity (например, Fidelity Zero Total Market Index Fund). В целом, инвестируя в фонды, инвесторы платят комиссии в два раза меньше тех, что были двадцать лет назад. В связи с этим капитал, который стремится к сохранению и приращению, перетекает из активных фондов, даже тех, что показывают относительно более прибыльное инвестирование, в пассивные.

Второй проблемой для индустрии управления активами следует считать снижения общей рентабельности бизнеса. Снижение комиссий означает уменьшение операционной маржи, несмотря на привлечение нового капитала, который требует дополнительной квалифицированной рабочей силы. Несомненно, сами компании, управляющие активами, будучи формой самовозрастания капитала, стремятся осуществлять свою деятельность максимально эффективно. В результате многие инвестиционные процессы переключаются на алгоритмы и автоматизированные системы, не требующие большого количества персонала, что особенно актуально для пассивных подходов к инвестированию. Многие компании, например, Legg Mason, Blackrock, State Street и другие сокращают штат своих сотрудников. Другим выходом по повышению общей рентабельности становятся слияния и поглощения, как в случае с комбинацией Aberdeen Asset Management и Standard Life.

При этом главными бенефициарами сложившихся тенденций становятся крупнейшие компании, управляющие активами, – тем самым усугубляя проблему концентрации и централизации глобального финансового капитала, – которые ввиду своей узнаваемости, влиянию, а главное, возможности снижать издержки вследствие экономии на масштабе завоёвывают всё большую долю рынка. Большие компании становятся ещё больше. Так, две крупнейшие в мире компании, Blackrock и Vanguard, в настоящее время совокупно управляющие капиталом в размере 11 трлн долл., пять лет назад

имели совокупные активы под управлением только в 5 трлн долл., что свидетельствует о более чем двукратном росте за такой относительно короткий промежуток времени [199].

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 ним. В настоящее время существует более 8 тысяч ETF с общим объёмом активов под управлением в более чем 8 трлн долл. Самые крупные фонды с активами более 50 млрд долларов торгуются на американских и японских фондовых биржах [131].

Мы хотели бы отметить ещё одну тенденцию в сфере международного портфельного инвестирования, которая ещё широко не проявилась, но будет играть всё большую роль в обозримом будущем. Речь идёт об опасении климатических изменений и истощении запасов природных ресурсов, что может иметь негативное влияние на глобальные цепочки стоимости и мировые рынки. Одним из ответов на такие изменения становится развитие «зелёных» финансов, получивших своё отражение в принципах ESG (environmental, social and governance) применительно к оценке объектов инвестирования. Теперь инвесторы смотрят не только на финансовые показатели компаний, в ценные бумаги которых они инвестируют, но также уделяют особенное внимание влиянию каждой компании на окружающую среду и общественные отношения, а также принципам менеджмента (количеству женщин и представителей меньшинств в совете директоров и прочим). Распространение ESG будет иметь прямое следствие в изменении стоимости финансовых активов. Так, компании, не удовлетворяющие ESG, будут иметь всё меньшее значение для инвесторов, а значит их стоимость будет падать, а компании, находящиеся в авангарде ESG, будут иметь конкурентные преимущества в

борьбе за капитал. В настоящее время наиболее уязвимыми следует считать компании, занимающиеся добычей и переработкой сырья и наносящие вред природе – в первую очередь, угольные, металлургические и нефтегазовые компании. За последние 3 года с момента активного распространения ESG, главным образом, в ЕС рыночная капитализация компаний энергетического сектора потеряла более 30% стоимости. Бенефициарами ESG, в дополнение к фундаментальным экономическим сдвигам, являются компании технологического сектора, предлагающие цифровые услуги широкому потребителю [88].

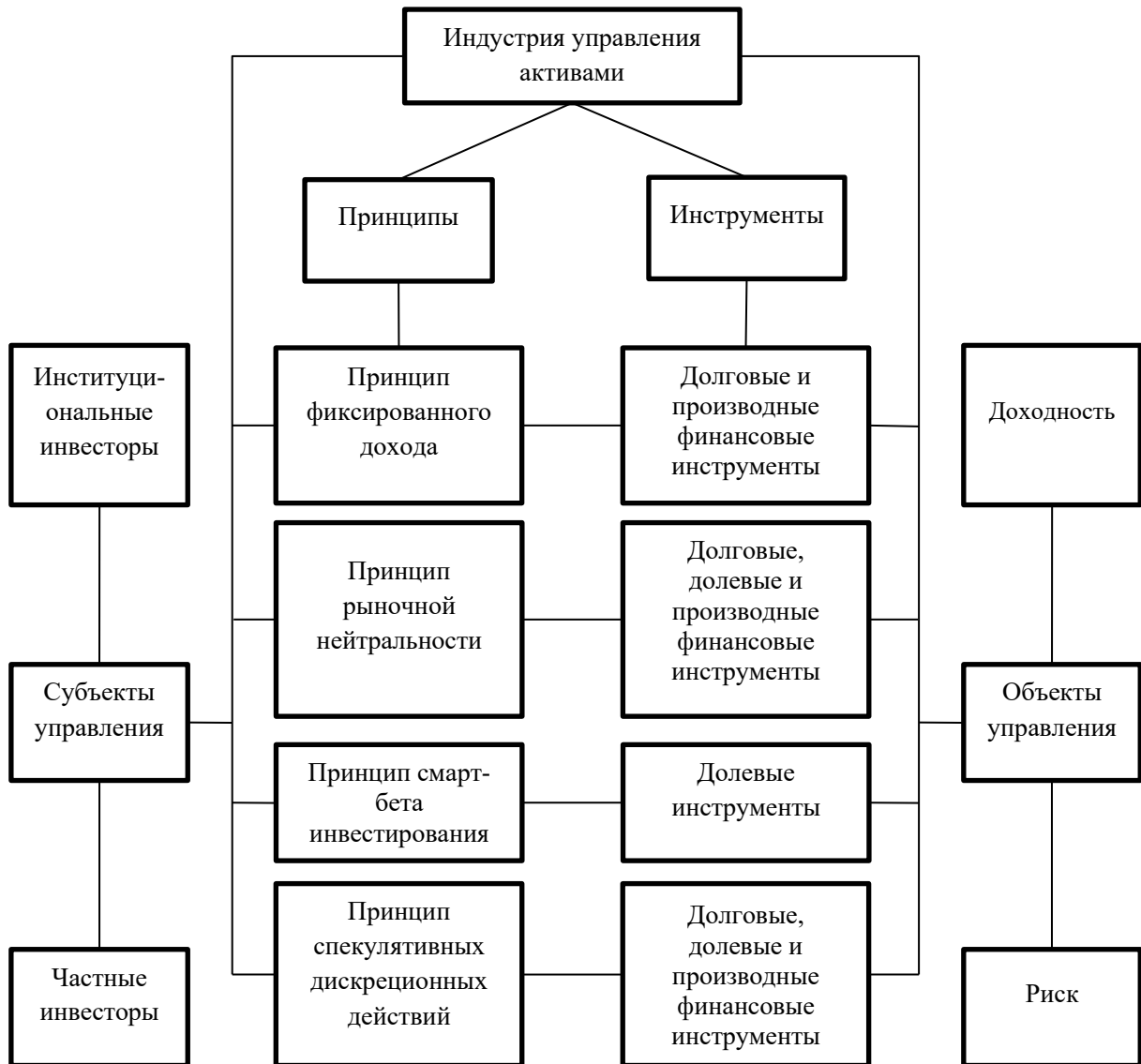
Ещё одним стратегическим направлением развития международного портфельного инвестирования в рамках индустрии управления активами может стать использование суверенных и пенсионных фондов для финансирования долгосрочных инфраструктурных проектов в рамках тенденции урбанизации. Традиционное банковское кредитование не вполне применимо к таким проектам ввиду заведомо менее долгосрочной структуры активов и пассивов банков. Главными препятствиями в данном направлении является вопрос политической готовности к такой деятельности и вопрос трансфертности рисков. Так, с 2014 по 2020 год необходимые расходы на инфраструктуру в мировом хозяйстве оцениваются в 80 трлн долл., и вопрос финансирования данных расходов стоит очень остро [93].

3.2 Continuum: универсальная схема управления капиталом в форме международных портфельных инвестиций

В рамках научно-практической части настоящей работы с учётом сложившихся тенденций в сфере международного портфельного инвестирования предлагается к рассмотрению 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. 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 долевыe и долговые ценные бумаги, в том числе, при использовании производных финансовых инструментов, тем самым охватывая все сегменты международного портфельного инвестирования. Так, исследование международного портфельного инвестирования и практический опыт управления клиентскими портфелями и хедж-фондом на международных рынках позволили нам выделить следующие принципы: 1) принцип фиксированного дохода; 2) принцип рыночной нейтральности; 3) принцип смарт-бета инвестирования; 4) принцип спекулятивных дискреционных действий – что показано на рисунке 25.



Источник: составлено автором.

Рисунок 25 – Универсальная схема управления капиталом Continuum

Из принципов Continuum можно составлять различные комбинации, отвечающие конкретным целями владельцев капитала и их толерантности к риску. Продемонстрируем возможные экспликации каждого принципа на конкретных примерах.

Принцип фиксированного дохода заключается в помещении капитала долговые финансовые инструменты, приносящие фиксированный доход в виде купонных платежей. Данный принцип призван использовать сложившуюся инвестиционную вселенную долговых финансовых инструментов, занимающих значительную долю общемировых международных портфельных инвестиций. Как мы показали в предыдущем

параграфе, существует большое количество инвестиционных стратегий на международном долговом рынке. Получение фиксированного дохода возможно не только путём прямой покупки долговых ценных бумаг, но и за счет краткосрочных и среднесрочных инвестиций в фонды облигаций (ETF), которые являются высоколиквидными, широко диверсифицированными (по эмитентам, отраслям, странам), низкорискованными и высоконадежными финансовыми инструментами. Так, например, возможно помещение капитала в ETF на краткосрочные американские казначейские облигации (MINT US Equity). Паи данного ETF обращаются на фондовой бирже как обыкновенная акция, поэтому доступ к этому инструменту есть у широкого круга инвесторов. Хотя цена самого финансового инструмента со временем практически не меняется, доход от вложений в данную ETF получается из дивидендных выплат, повторяющих купонный доход по облигациям в составе этого фонда. В этом случае дивиденды, происходящие из купонов, являются фиксированным доходом.

Несомненно, во вселенной долговых ценных бумаг существуют не только инструменты с буквально фиксированным доходом (когда размер купонных выплат известен заранее), но и с плавающим купоном, привязанным к уровню инфляции, межбанковским ставкам и прочему. Однако на практике данные инструменты по-прежнему относят к классу инструментов с фиксированным доходом – *fixed income instruments*.

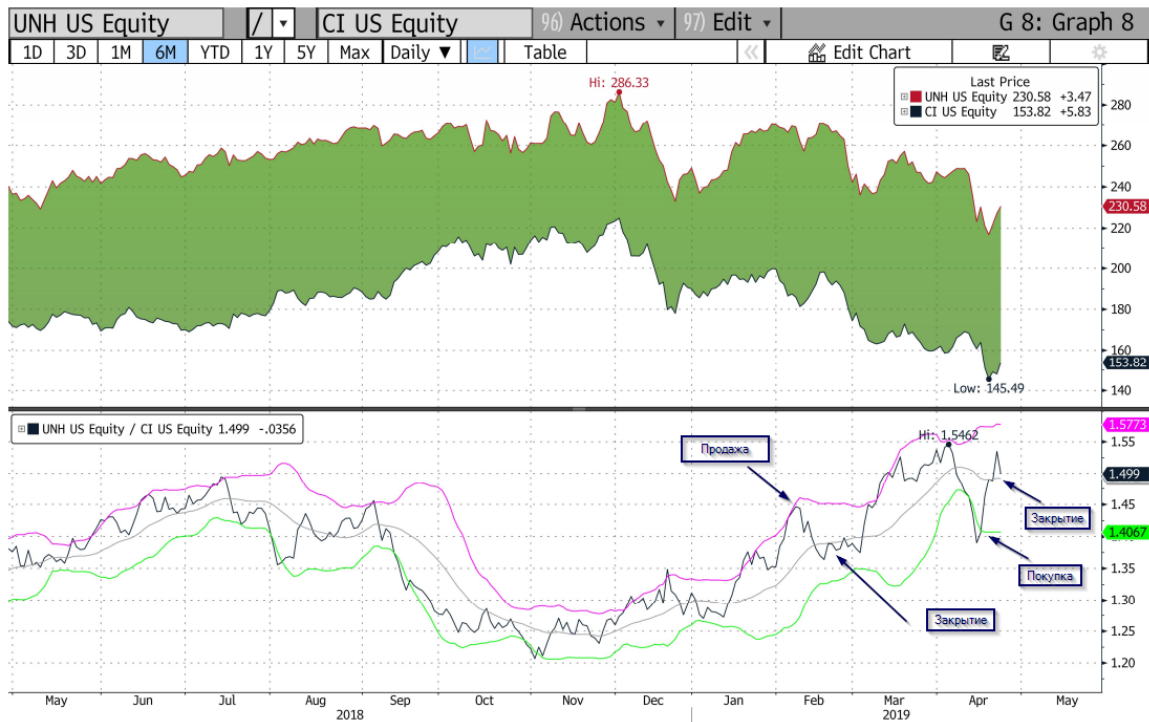
Применением принципа фиксированного дохода в рамках международного портфельного инвестирования в том или ином виде занимаются практически все его участники – частные инвесторы из массового сегмента и сегмента состоятельных граждан, инвестиционные компании, банки, взаимные фонды, пенсионные фонды, страховые компании, суверенные фонды, центральные банки при управлении международными резервами, хедж-фонды и прочие.

Принцип рыночной нейтральности заключается в необходимости минимизации влияния рынка или отдельных его сегментов на стоимость

управляемого капитала. Так как стоимость помещённого в финансовые инструменты капитала оценивается в соответствии с рыночной стоимостью составляющих его финансовых инструментов, в условиях неопределённости следует учитывать взаимозависимость ценовой динамики разных сегментов мирового финансового рынка и отдельных активов между собой. Одной из экспликаций принципа рыночной нейтральности может служить статистический арбитраж на американских акциях. Данная стратегия учитывает ценовые отклонения, относительную силу или фундаментальные различия между акциями одного сектора. Основой идеей статистического арбитража является исторически обусловленное колебание отношений цен двух акций в устойчивом диапазоне и вокруг среднего значения. Так, отдельная инвестиционная идея представляет собой спред, т.е. одномоментную разнонаправленную позицию в двух подходящих акциях из одного сектора. Основным условием отбора такой пары акций следует считать факт их сильной коинтеграции между собой в течение определенного периода времени. Благодаря диверсификации между секторами и сочетанию спредов, среднесуточная волатильность такого инвестиционного портфеля может иметь небольшие колебания в диапазоне 0,3-0,5% при любой фазе фондового рынка [60].

Базовыми критериями отбора торговых пар могут быть следующие характеристики: 1) ликвидные акции рынка США с рыночной капитализацией более 5 млрд долл.; 2) сильная коинтеграция между акциями; 3) диверсификация между секторами и самими парами; 4) низкая корреляция риск-профиля отдельных торговых пар.

Примером помещения капитала в торговую пару может быть продажа акций компании UnitedHealth Group (UNH US Equity) и одновременная покупка акций компании Cigna Corp. (CI US Equity), что представлено на рисунке 26.



Источник: составлено автором по данным Bloomberg [150].

Рисунок 26 – Пример осуществления статистического арбитража

Реализация принципа рыночной нейтральности требует специальных знаний и навыков, поэтому его применение возможно только в рамках профессиональной инвестиционной деятельности. Широко этот принцип распространён во взаимных фондах и хедж-фондах. Как самостоятельный вид инвестиций этот принцип в настоящее время не так широко используется пенсионными фондами, страховыми компаниями, суверенными фондами и семейными офисами.

Принцип смарт-бета инвестирования заключается в максимальном использовании общей динамики фондовых рынков, которая при этом дифференцируется разработанными правилами и алгоритмами [106]. Одной из целей такого дифференцирования является получение лучшей относительной доходности по сравнению с выбранным бенчмарком.

Примером реализации данного принципа может являться стратегия Global Value, заключающаяся в помещении капитала в акции компаний на международном финансовом рынке, которые отбираются по специально выработанным критериями. Мы разработали оптимальные значения

универсальных финансовых показателей компаний, которые соответствуют текущим условиям международных финансовых рынков.

Основные критерии первичного отбора акций представлены в таблице 18.

Таблица 18 – Критерии отбора акций для смарт-бета инвестирования

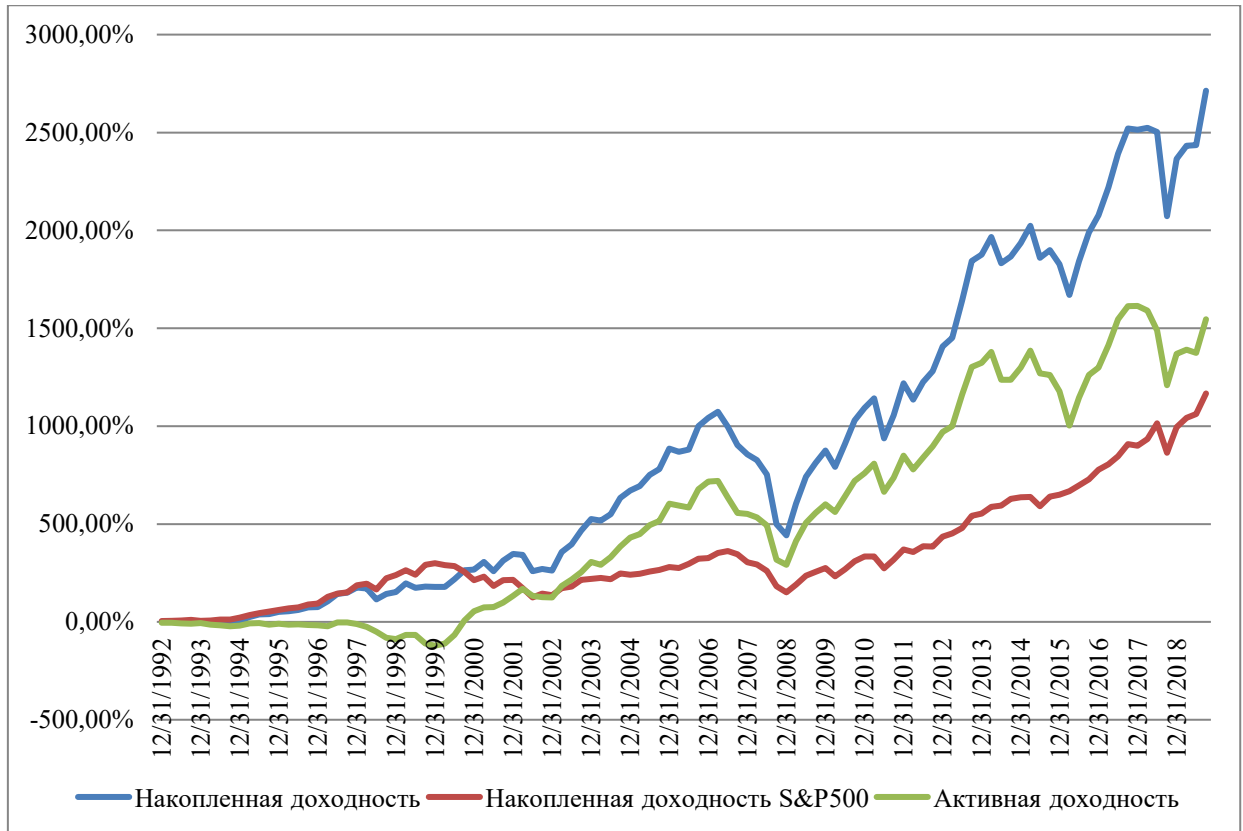
Наименование критерия	Рекомендуемое значение
Регион	Западная Европа, США
Коэффициент цена/прибыль	<15
Долгосрочная задолженность/активы, в процентах	<50
Рост дохода на одну акцию (EPS) за последние 5 лет, в процентах	>20
Уровень рентабельности собственного капитала (ROE), в процентах	>10
Среднедневной оборот торгов	Более 1 млн долл.

Источник: составлено автором.

В качестве региона инвестирования выбираются акции компаний, зарегистрированных в США и странах Западной Европы. Остальные критерии являются примером, отвечающим консервативному и простому методу оценки финансового состояния эмитента с точки зрения фундаментального анализа. Для проверки выбранных критериев необходимо использовать бэк-тестирование поведения инвестиционного портфеля с учётом заданных параметров.

Допустим, что данные выше критерии используются для помещения капитала в инвестиционный портфель международных акций в равных долях и без использования заёмного капитала. Анализ модели проводится с начала 1993 по конец 2019 года при ежеквартальной ребалансировке портфеля. Ребалансировке означает, во-первых, исключение акций компаний, которые больше не соответствуют нашим критериям, включение новых акций компаний, которые удовлетворяют нашим критериям и, во-вторых,

приведение весов каждой акции в портфеле к изначально заданному уровню. Сравнение исторической доходности капитала при таком подходе с доходностью индекса S&P500 показано на рисунке 27.



Источник: составлено автором по данным Bloomberg [150].

Рисунок 27 – Бэк-тестирование критериев для смарт-бета инвестирования

Таблица 19 описывает характеристики результатов смарт-бета инвестирования при заданных критериях. Как показывает анализ, используемые критерии приводят к значительному опережению результатов помещения капитала в акции выбранных компаний по сравнению с рыночной динамикой, измеряемой индексом S&P500.

Таблица 19 – Характеристики инвестиционного портфеля акций при смарт-бета подходе
В процентах

Показатель	Значение
1	2
Общая доходность портфеля	2713,38

Продолжение таблицы 19

1	2
Общая рыночная доходность (S&P500)	1166,7
Средняя доходность	14,99
Стандартное отклонение	15,19
Полудисперсия	13,67
Погрешность отслеживания	-0,45
Коэффициент Шарпа	0,58
Альфа Йенсена	3,35
Бета	0,84
Корреляция	0,83

Источник: составлено автором по данным Bloomberg [150].

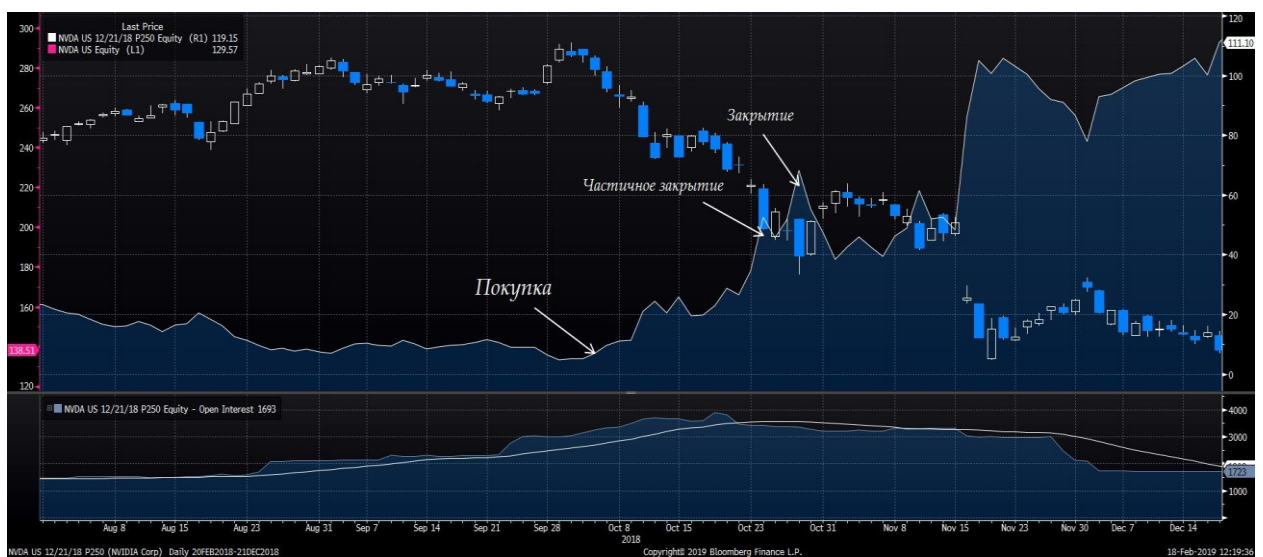
Принцип смарт-бета инвестирования активно используется во взаимных фондах и хедж-фондах. Остальные участники международного портфельного инвестирования применяют его редко.

Принцип спекулятивных дискреционных действий подразумевает максимальную свободу в движении спекулятивного капитала. Такое движение может осуществляться практически в любом сегменте мирового финансового рынка, где капитал обнаруживает возможность для реализации собственного стремления к сохранению и приращению. Этот принцип может реализовываться как разово, на фоне какого-либо события, так и систематически в рамках дискретных инвестиционных стратегий. Спекулятивность в данном случае означает использование временных ценовых неэффективностей, возникающих на рынках разных активов глобально.

Примером рассматриваемого принципа может служить спекулятивная торговля акциями и облигациями на мировом финансовом рынке. Разновидностью данного принципа является заключение опционных контрактов на акции компаний, стоимость которых сильно переоценена или недооценена. Открытие позиций через опционы приносит наибольшую выгоду в случае реализации видения на резкий рост или падения базового

актива, при котором стоимость возрастает как благодаря внутренней, так временной стоимости контракта. Цель таких сделок заключается в получении прибыли по опционам в результате сильного движения цены базового актива. При благоприятном исходе планируемый доход может быть кратно больше, чем принимаемый риск.

Примером инвестиционного решения в рамках такого подхода может являться покупка PUT опциона на акции компании NVIDIA Corp. (NVDA US 12/21/18 P250 Equity) осенью 2018 года, что показано на рисунке 28.

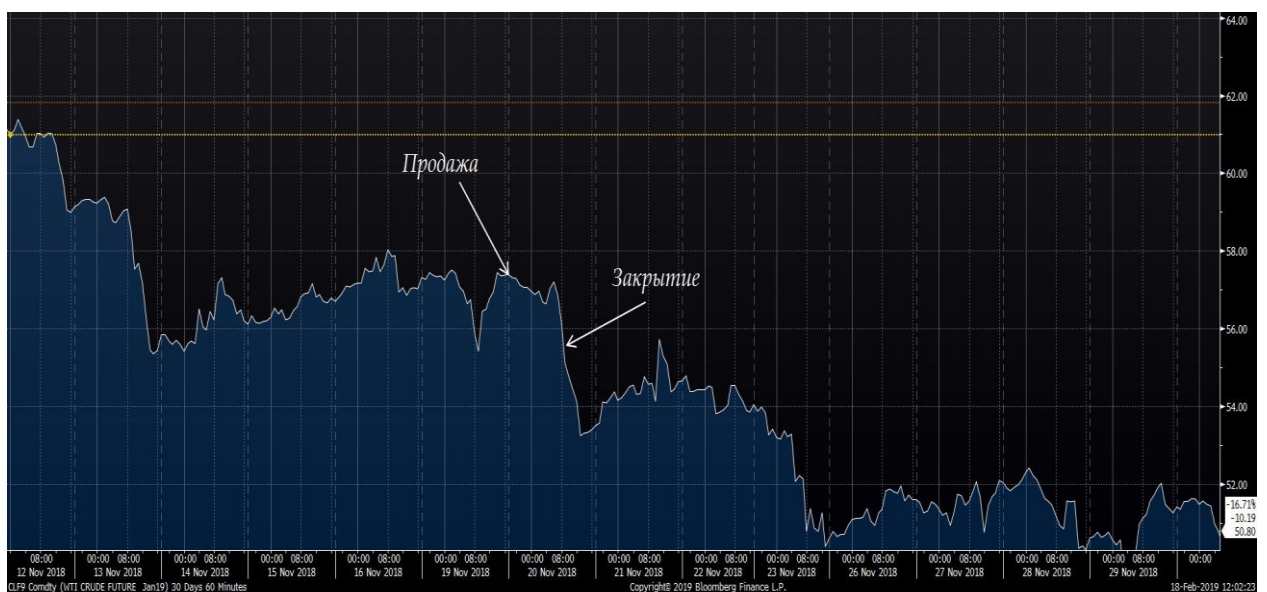


Источник: составлено автором по данным [150].

Рисунок 28 – Пример помещения капитала через покупку опциона PUT

Как показано на рисунке выше, при среднесрочном видении на возможное резкое падение стоимости акций компании NVIDIA можно было занять позицию в опционах с заданными характеристиками по цене в 7,00 долл. за опцион (обычно составляющий минимально 100 акций). Последующее резкое падение стоимости базового актива, во многом усиленное общей негативной динамикой рынка в данный период, способствовало возможности выхода из позиции по средней цене в 55,00 долл. При риске в 1% от капитала под управлением данная идея принесла бы 6,8% доходности в течение одного квартала.

Аналогичным образом в рамках принципа спекулятивных дискреционных действий может осуществляться кратко- и среднесрочная спекулятивная торговля глобальными ликвидными фьючерсами и валютами, оборот которых осуществляется преимущественно круглосуточно. Примером такой торговли может быть продажа январского фьючерса на нефть марки Light (WTI Crude Future Jan19 Comdty), основанием для которой было сильное предшествующее трендовое движение, резкий откат и далее появление сигналов для продолжения тренда, что показано на рисунке 29.



Источник: составлено автором по данным [150].

Рисунок 29 – Пример спекулятивной торговли фьючерсом на нефть марки Light

Как показано на рисунке 33, можно было осуществить продажу январского фьючерса на нефть марки Light по цене 57,35 долл. Закрытие позиции, например, могло произойти по цене 55,05 долл. при краткосрочной стратегии спекулятивной торговли. Результат при этом составил бы +4,18% на вложенные средства без использования заёмного капитала в течение 12 часов после открытия позиции.

Принцип спекулятивных дискреционных действий в широком масштабе доступен только узкому кругу инвесторов. С одной стороны, для реализации этого принципа необходим капитал и профессиональные навыки, в том числе,

владение инструментами поиска и чтения нужной информации. С другой стороны, многие институциональные участники международного портфельного инвестирования вследствие регулятивных ограничений не могут осуществлять спекулятивные операции. Главным субъектом эксплуатации данного принципа следует считать хедж-фонды.

Характеристики названных принципов, входящих в универсальную схему управления капиталом Continuum, сведены в таблице 20.

Таблица 20 – Характеристика составных частей универсальной схемы 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.

В современных условиях мультистратегийные хедж-фонды, будучи самыми свободными участниками с точки зрения инвестиционных мандатов, могут, например, использовать следующий вариант комбинации всех вышеописанных принципов международного портфельного инвестирования, что показано в таблице 21. Мы также указываем возможные значения риска и ожидаемой доходности, приходящиеся на каждый элемент.

Таблица 21 – Структура возможной стратегии на основе универсальной схемы управления капиталом Continuum

В процентах

Стратегия	Принцип	Доля в портфеле, с учётом заёмных средств	Ожидаемая доходность	Возможный риск
Global value	Принцип смарт-бета инвестирования	До 60	8	5
Долговые ценные бумаги	Принцип фиксированного дохода	До 60	2	1
Статистический арбитраж на американских акциях	Принцип рыночной нейтральности	До 200	6	4
Опционы на акции	Принцип спекулятивных дискреционных действий	До 5	5	2
Спекулятивная торговля		До 300	9	5
Итого	-	-	30	17

Источник: составлено автором.

Рассмотренные принципы международного портфельного инвестирования обладают универсальностью. При этом любой принцип, имея множество форм и способов реализации, может использоваться отдельно, либо вместе с другим принципом, либо вместе со всеми сразу. Мера использования каждого принципа зависит от целей владельцев капитала, их риск-толерантности, рыночных условий инвестирования и регулятивных условий.

3.3 Современное положение, особенности и перспективы интеграции России в сферу международного портфельного инвестирования

Проблема эффективной интеграции российской экономики в мировую остаётся актуальной. Применительно к активам для портфельных инвестиций

можно показать, используя таблицу 22, довольно скромное участие России в мировой финансовой системе.

Таблица 22 – Общий объём активов для портфельных инвестиций российской экономики
В триллионах долларов

Дата	2002	2005	2008	2011	2014	2017	2018
Общий объём активов для портфельных инвестиций	0,27	0,74	0,56	1,02	0,62	0,99	0,92
<i>доля в мире, в процентах</i>	<i>0,53</i>	<i>1,04</i>	<i>0,76</i>	<i>1,01</i>	<i>0,52</i>	<i>0,67</i>	<i>0,67</i>
Общий объём активов для портфельных инвестиций (активы) с учётом ценных бумаг в международных резервах	0,27	0,88	0,96	1,45	0,95	1,26	1,14
<i>доля в мире, в процентах</i>	<i>0,53</i>	<i>1,23</i>	<i>1,30</i>	<i>1,44</i>	<i>0,79</i>	<i>0,85</i>	<i>0,83</i>
Рыночная стоимость акций в обращении	0,255	0,672	0,423	0,768	0,359	0,588	0,547
Трансграничные вложения в акции и паи инвестиционных фондов (активы)	0,000054	0,000336	0,00282	0,00578	0,004433	0,004654	0,00580
Трансграничные вложения в долговые инструменты (активы)	0,002	0,017	0,021	0,038	0,058	0,069	0,063
Вложения во внутренние долговые инструменты	0,010	0,055	0,111	0,207	0,204	0,329	0,305

Источник: составлено автором по данным [153; 154; 177].

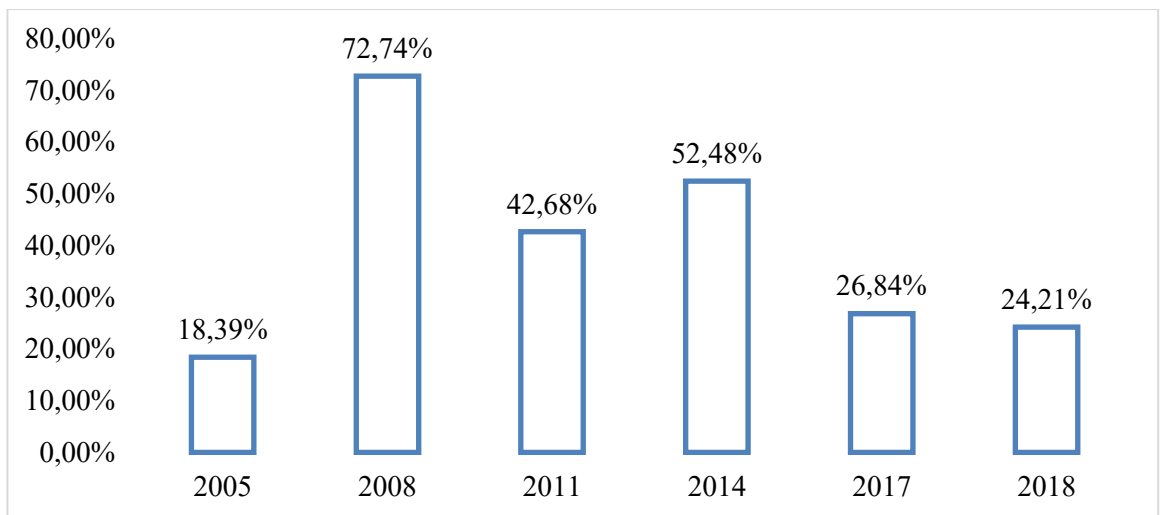
Как показывает приведённый анализ, объём финансового капитала в форме активов для портфельных инвестиций, относящихся к России, с 2002 по 2018 год максимально составлял около 1% от общемирового объёма, если не учитывать в расчёте ценные бумаги в структуре международных резервов.

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 по 2018 год вырос в 4,2 раза. Максимальный объём активов для портфельных инвестиций в абсолютном выражении наблюдался в 2011 году: 1,02 трлн долл. без учёта ценных бумаг в составе международных резервов; 1,45 трлн долл. с учётом ценных бумаг в составе международных резервов. В относительном выражении максимальный объём активов для портфельных инвестиций в процентах от общемирового приходился на 2005 год (1,04%) без учёта ценных бумаг в составе международных резервов, а с учётом таковых на 2011 год (1,44%).

Отдельно поясним методику составления таблицы 22. Общий объём активов для портфельных инвестиций, относящихся к России, рассчитывается как совокупность следующих компонентов, объединённых в две группы по типу финансовых инструментов. Первая группа представлена долевыми финансовыми инструментами: чтобы оценить совокупный объём акций и паёв инвестиционных фондов, следует суммировать общую рыночную капитализацию российского фондового рынка и трансграничные вложения российских резидентов в акции и паи инвестиционных фондов нерезидентов. Вторая группа представлена долговыми финансовыми инструментами, и она является суммой объёма внутренних долговых ценных бумаг и трансграничных вложений российских резидентов в долговые ценные бумаги нерезидентов. В данном аспекте анализа отдельно не выделяются обязательства российских резидентов перед нерезидентами в части портфельных инвестиций, так как они уже учтены в объёме долевого инструментария (общая рыночная капитализация) и долговых инструментов (общий объём внутренних долговых ценных бумаг).

Отметив важность роли ценных бумаг в составе международных резервов, что дополнительно показано на рисунке 30, далее мы будем

анализировать состояние портфельного инвестирования без их учёта, так как они формируются и управляются вне рамок классического стремления капитала к сохранению и приумножению. Кроме того, с 2005 года наблюдается отчётливая динамика к снижению объёма ценных бумаг в составе международных резервов.



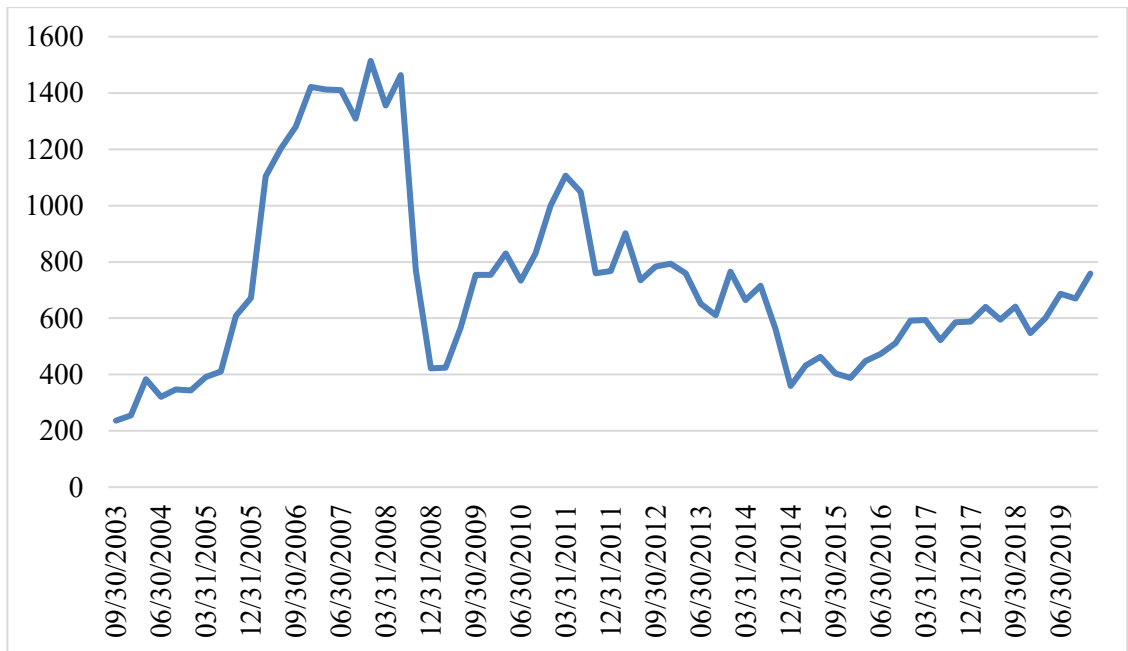
Источник: составлено автором по данным [154].

Рисунок 30 – Доля международных резервов в форме ценных бумаг в общем объёме активов для портфельных инвестиций

В абсолютном выражении общий объём относящихся к России активов для портфельных инвестиций без учёта ценных бумаг в золотовалютных резервах вырос в 3,4 раза с 267 млрд долл. в 2002 до 921 млрд долл. в 2018 году при среднегодовых темпах роста в 9,17%.

Рыночная стоимость акций в обращении выросла в 2,15 раза с 255 млрд долл. в 2002 до 547 млрд долл. в 2018 году при среднегодовых темпах роста в 5,73%. Наиболее интенсивный рост приходится на период до 2008 года. Максимальное значение рыночной стоимости акций, обращающихся на российском рынке, составило 1,579 трлн долл. в мае 2008 года, после чего последовало сильное снижение вследствие влияния глобального финансово-экономического кризиса. Частичное восстановление произошло к концу первого квартала 2011 года, когда общая рыночная капитализация российского рынка акций составила 1,1 трлн долл. В

дальнейшем наблюдалось снижение, которое усилилось вследствие геополитических факторов и девальвации курса рубля в 2014 году – тогда рыночная капитализация российского рынка акций вернулась к минимальным уровням, замеченным в 2008 году, достигнув отметки в 366 млрд долл., что показано на рисунке 31.



Источник: составлено автором по данным Bloomberg [150].

Рисунок 31 – Динамика рыночной стоимости российского рынка акций, в миллиардах долларов

Трансграничные вложения в акции и паи инвестиционных фондов (активы) выросли за рассматриваемый период в 107,4 раза с 54 млн долл. в 2002 до 5,8 млрд долл. в 2018 году при среднегодовом темпе роста в 34,6%. Трансграничные вложения в долговые инструменты (активы) выросли в 25,72 раз с 2,45 млрд долл. в 2002 до 63 млрд долл. в 2018 году при среднегодовом темпе роста 24,94%. Вложения во внутренние долговые инструменты, отражающие объём выпущенных на российском финансовом рынке долговых обязательств в виде ценных бумаг, выросли в 31,77 раза с 9,6 млрд долл. в 2005 году до 305 млрд долл. в 2017 году при среднегодовом темпе роста в 34,25%. 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, что показано в таблице 23. Однако, несмотря на сложившуюся динамику, доля российских портфельных инвестиций в общем мировом объёме остаётся значительно ниже потенциально возможной.

Таблица 23 – Среднегодовые темпы роста активов для портфельных инвестиций в России и мире

Показатель	В процентах	
	Россия	Мир
Общий объём активов для портфельных инвестиций	9,17	7,13
Трансграничные вложения в акции и паи инвестиционных фондов	34,59	13,34
Рыночная стоимость акций в обращении	5,73	6,75
Трансграничные вложения в долговые инструменты	24,94	8,08
Вложения во внутренние долговые инструменты	34,25	8,75

Источник: составлено автором по: [153; 177].

Структура относящихся к России активов для портфельных инвестиций показана в таблице 24.

Таблица 24 – Структура относящихся к России активов для портфельных инвестиций без учёта ценных бумаг в составе международных резервов

Дата	В процентах						
	2002	2005	2008	2011	2014	2017	2018
Долевые инструменты	95,49	90,27	76,29	75,92	58,15	59,81	60,03
Долговые инструменты	4,51	9,73	23,71	24,08	41,85	40,19	39,97

Источник: составлено автором по [153].

Как следует из таблицы 25, в составе активов для портфельных инвестиций доминируют долевые финансовые инструменты (акции и паи инвестиционных фондов), при этом их доля постепенно снижалась: с 95,49% в 2002 году до 60,03% в 2018 году. Наибольший рост с 2002 года приходится

на вложения в долговые инструменты, доля которых увеличилась с 4,51% в 2002 году до 39,97% в 2018 году благодаря динамичному развитию как внутреннего долгового рынка ценных бумаг в России, так и активности российского капитала на международном долговом рынке.

Данные рисунка 32 свидетельствуют о том, что в российской экономике постепенно увеличивается совокупная доля трансграничных портфельных инвестиций в общем объёме активов для портфельных инвестиций. Так, с 2002 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. После 2014 года наблюдается спад вследствие геополитической ситуации и девальвации российского рубля.

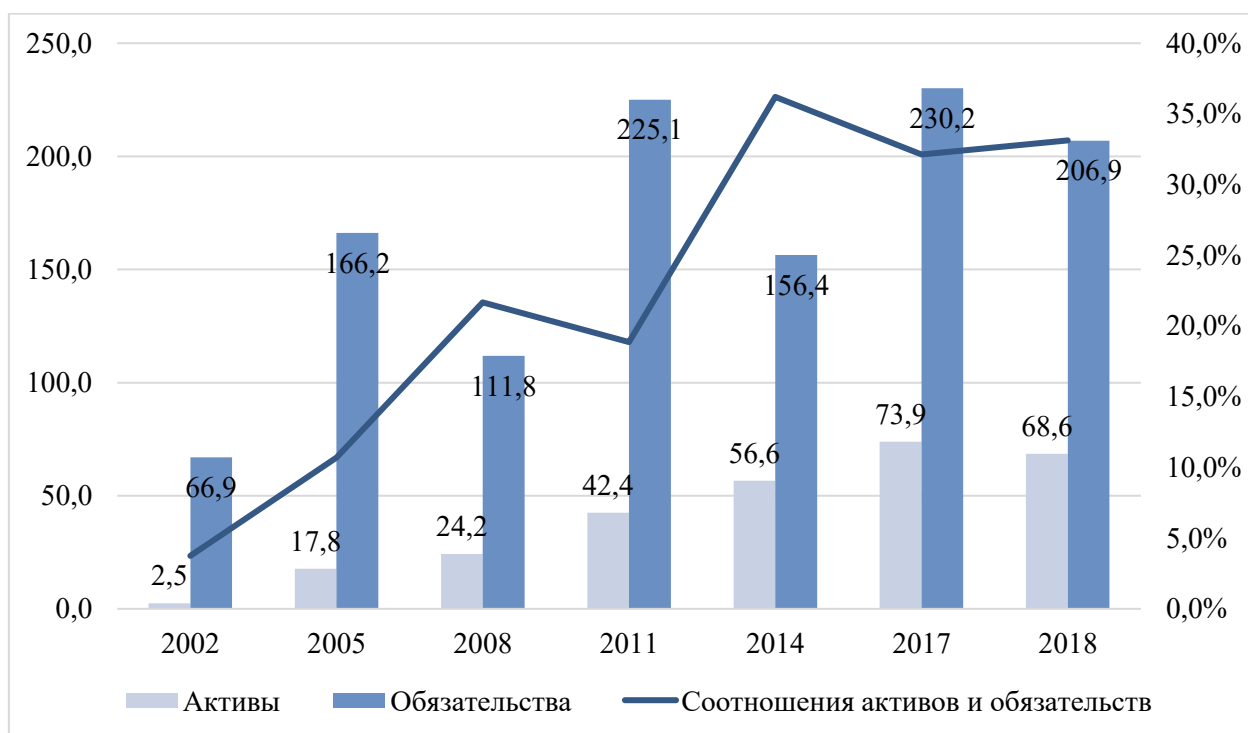


Источник: составлено автором по данным [153].

Рисунок 32 – Динамика трансграничных портфельных инвестиций в общем объёме, в миллиардах долларов

Объём международных портфельных инвестиций, относящихся к России, за рассматриваемый период вырос в 4 раза – с 69,4 млрд долл. в 2002 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, вызывает опасение характер данной тенденции, что показано на рисунке 33. 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. А с учётом разницы в процентных ставках и конечной стоимости фондирования данная тенденция становится одним из каналов неэквивалентного перетока общественного продукта развивающихся стран на мировые финансовые рынки.



Источник: составлено автором по материалам [153].

Рисунок 33 – Соотношение общего объема активов и обязательств по портфельным инвестициям российской экономики, в миллиардах долларов

Особенно остро для России обстоит ситуация с соотношением активов и обязательств по трансграничным вложениям в акции и паи инвестиционных фондов. Российские инвестиции в зарубежные акции и паи инвестиционных фондов в среднем с 2002 по 2018 год составляли 2,4% от вложений

иностранный капитал в российские акции и паи инвестиционных фондов, что показано на рисунке 34. При этом в абсолютном выражении российский капитал увеличил свои вложения в данном сегменте с 0,05 млрд долл. в 2002 до 5,8 млрд долл. в 2018 году (рост – 109 раз); иностранные инвестиции в российские акции и паи инвестиционных фондов увеличились с 35,8 млрд долл. в 2002 до 152,7 млрд долл. в 2018 году (рост – 4,3 раза).



Источник: составлено автором по данным [153].

Рисунок 34 – Соотношение активов и обязательств по портфельным инвестициям в акции и паи инвестиционных фондов, в миллиардах долларов

Что касается соотношения российских и иностранных вложений в долговые инструменты, здесь можно свидетельствовать о более сбалансированном положении. В среднем за период с 2002 по 2017 год российский капитал инвестировал в зарубежные активы те же объёмы, что и иностранный капитал в российские долговые инструменты, что показано на рисунке 35. В абсолютном выражении вложения российского капитала в зарубежные долговые инструменты выросли с 2,5 млрд долл. в 2002 году до 62,8 млрд долл. в 2018 году (рост в 25,1 раз); а обязательства российской экономики по долговым инструментам увеличились с 31,2 млрд долл. в 2002 до 54,2 млрд долл. в 2017 году (рост – 1,7 раза). При этом приведённые данные

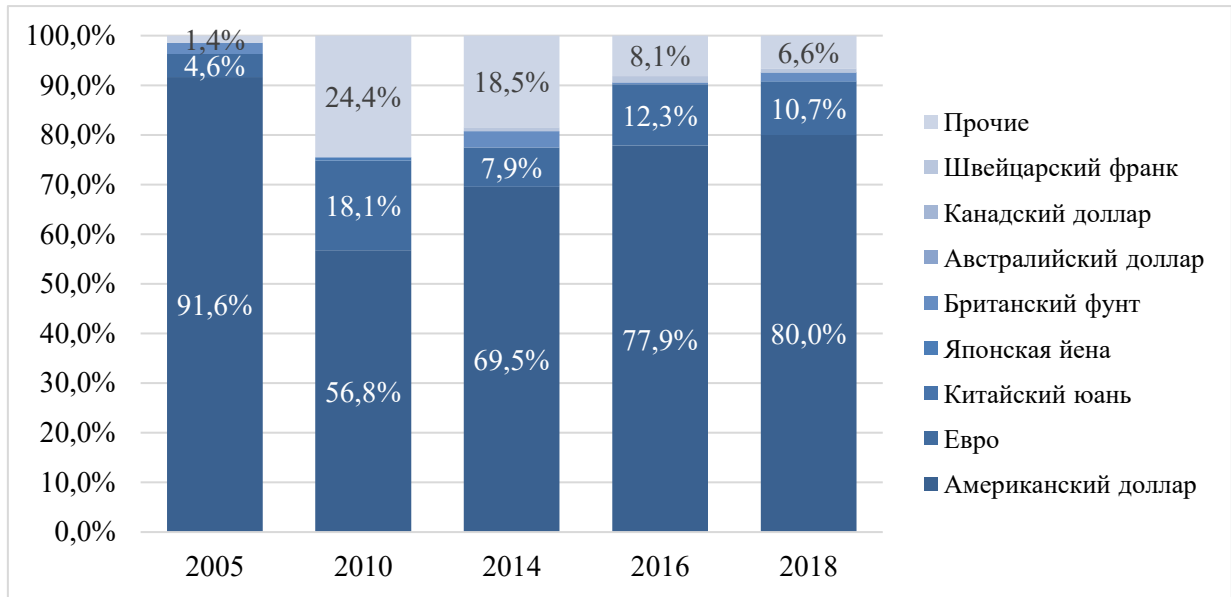
позволяют утверждать, что главным российским международным портфельным инвестором в долговые инструменты выступает ЦБ РФ при размещении международных резервов.



Источник: составлено автором по материалам [153].

Рисунок 35 – Соотношение активов и обязательств по портфельным инвестициям в долговые ценные бумаги, в миллиардах долларов

В валютной структуре российских международных портфельных инвестиций доминирует американский доллар, 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, что показано на рисунке 36.



Источник: составлено автором по данным МВФ [177].

Рисунок 36 – Распределение российских международных портфельных инвестиций по валютам за период 2005 – 2018 гг.

Теперь перейдём к рассмотрению институциональной структуры международного портфельного инвестирования применительно к российской экономике. Современной российской финансовой системе немногим менее тридцати лет. После 1990 года она формировалась на основе рыночных институтов, но постепенно основную роль стали играть коммерческие банки, что в целом характерно для континентальной Европы. В 2000-е годы происходило становление небанковских финансовых институтов (от венчурных инвестиционных фондов до паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов), аккумулирующих свободный капитал российских предприятий и домохозяйств и размещающих их на финансовом рынке, главным образом, в ценные бумаги. Форсированное развитие российского финансового рынка являлось следствием притока иностранного капитала в форме портфельных инвестиций [64].

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

[151]. На банки приходится большая часть международных портфельных инвестиций российской экономики в части активов, что показано в таблице 25.

Таблица 25 – Доля банков в активах и обязательствах российской экономики по международным портфельным инвестициям

В процентах

Показатель	2002	2005	2008	2011	2014	2017	2018
Активы	42,15	39,20	65,13	79,35	69,76	53,03	48,95
Акции и паи инвестиционных фондов	13,21	81,44	52,96	84,35	41,57	28,38	24,00
Долговые инструменты	42,77	38,39	66,75	78,76	72,15	54,69	51,2
Обязательства	3,62	4,09	10,96	11,24	12,30	15,46	11,18
Акции и паи инвестиционных фондов	1,82	4,21	10,27	11,82	12,63	18,93	12,22
Долговые инструменты	5,68	3,80	13,03	9,16	11,49	7,61	8,27

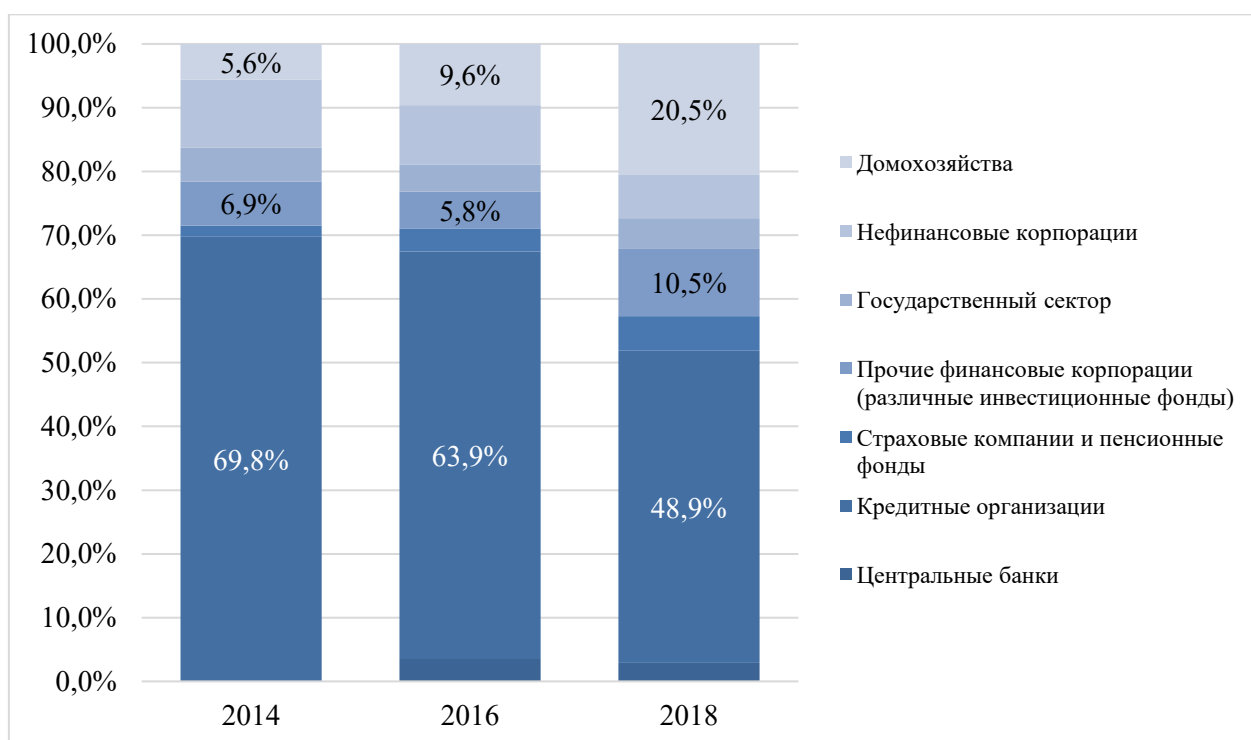
Источник: составлено автором по: [153].

Заметим, что в совокупной структуре активов российского банковского сектора на конец 2018 доля приобретённых ценных бумаг составляла всего 13,9% [156]. При этом банки являются, главным образом, международными портфельными инвесторами. Доля банков в портфельных инвестициях с 2002 года увеличилась: в активах – в 1,2 раза и достигла 48,9% от общего объёма трансграничных портфельных инвестиций; в обязательствах – в 3,3 раза и достигла 11,2% от общего объёма трансграничных портфельных инвестиций российской экономики. Таким образом, именно банки выступают субъектами интернационализации российских портфельных инвестиций.

Основной деятельностью для коммерческих банков является кредитование субъектов экономики. Инвестирование в ценные бумаги для них – второстепенное дело. Если в мире роль оформленных в индустрию управления активами прочих финансовых институтов в осуществлении

международных портфельных инвестиций является ведущей, то в российской экономике они играют гораздо менее заметную роль.

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 отметим растущую роль домохозяйств в осуществлении российских портфельных инвестиций за рубеж, что показано на рисунке 37.



Источник: составлено автором по данным МВФ [177].

Рисунок 37 – 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 бумаги [157]. 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% [169].

Оценить активы частных семейных офисов состоятельных граждан представляется в настоящее время невозможной задачей. Во-первых, в большинстве случаев такие структуры зарегистрированы за пределами РФ для снижения политических, налоговых рисков и для получения прямого доступа к инфраструктуре мирового финансового рынка. Во-вторых, семейные офисы используются, главным образом, не для эффективного управления капиталом путём помещения его в ценные бумаги и другие доходные активы, а для владения долями в собственных российских предприятиях и земельных участках. По нашей догадке, в семейных офисах, наполненных капиталом с российским происхождением, находится значительный объём финансовых ресурсов, возможность использования которых для российской экономики остаётся открытой.

Что касается крупнейших российских управляющих активами, можно сказать, что более половины из них по объёму активов под управлением приходится на структуры, связанные с коммерческими банками, что противоречит общемировой тенденции. При этом данные демонстрируют высокий уровень централизации капитала в данной отрасли, что укладывается в рамки общемировых тенденций. На 13 крупнейших управляющих активами на конец 2018 года приходилось 5,34 трлн рублей (76,63 млрд долл.), или

77,4% совокупных активов под управлением индустрии, что показано в таблице 26.

Таблица 26 – Крупнейшие российские управляющие активами на конец 2018 года

Название	Активы под управлением, млрд рублей	Активы под управлением, млрд долларов
Сбербанк Управление активами	786,94	11,29
ВТБ Капитал Управление Инвестициями	752,61	10,80
Управляющие компании холдинга "Открытие"	686,03	9,84
ТКБ Инвестмент Партнерс	533,05	7,65
УК "Регион"	516,38	7,41
Лидер	474,96	6,81
Альфа-Капитал	343,9	4,93
Газпромбанк - Управление активами	334,5	4,80
Прогрессивные инвестиционные идеи	295,46	4,24
Трансфингруп	239,3	3,43
Ай Кью Джи Управление активами	177,33	2,54
Группа "КапиталЪ Управление активами"	102,65	1,47
РСХБ Управление активами	98,27	1,41
Всего	5341,38	76,63

Источник: составлено автором по данным РА Эксперт [152].

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 развитым. Относительная незрелость российских капиталистических отношений после распада СССР проявляется, в том числе, в незаконченном процессе первоначального накопления и концентрации российского капитала, а также кристаллизации его целей и задач. 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 наполненная 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. В настоящее время глобальный финансовый капитал рассматривает Россию как реципиента портфельных инвестиций и помещается, главным образом, в акции российских компаний. Главными провайдерами российских портфельных инвестиций за рубеж выступают коммерческие банки.

Основным направлением государственной политики в части международного портфельного инвестирования должен стать баланс между привлечением капитала в форме портфельных инвестиций и участием российского капитала в качестве международного портфельного инвестора. Привлечение иностранного капитала зависит от инвестиционного климата и качества российских активов.

Для этого, во-первых, необходимо усиливать роль российского рубля в качестве средства международных расчётов, постепенно приближая его к статусу резервной валюты.

Во-вторых, следует создать максимально комфортные условия для российского капитала внутри национальных границ, проводя, в том числе, политику мягкой деофшоризации.

В-третьих, отдельное внимание должно быть уделено развитию сектора финансовых услуг, а именно индустрии управления активами, с фокусом на международную экспансию. Отдельные инвестиционные фонды и управляющие компании могут быть вполне конкурентоспособны на мировом финансовом рынке, в том числе, благодаря имплементации в свою деятельность результатов настоящего исследования. 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 этом 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.

В настоящее время самым крупным держателем капитала, аллокируемого в портфельные инвестиции, выступает Банк России. Доля международных резервов Российской Федерации, которыми он управляет и которые приходятся на ценные бумаги, превышают всю российскую индустрию управления активами более чем в 2 раза.

Также заметим, что в России, как и в других экспортоориентированных развивающихся странах, значимую роль в аккумуляции капитала играют суверенные фонды. В настоящее время в России функционирует Фонд национального благосостояния, который на конец 2018 года имел активов на

сумму 4,57 трлн рублей (65,57 млрд долл.), что составляло более половины всей российской индустрии управления активами. На конец 2019 года активы Фонда составили 7,95 трлн рублей (128,25 млрд долл.), что сопоставимо с объёмом капитала во всей российской индустрии управления активами.

При этом на иностранную валюту в конце 2018 года приходилось около 50% активов Фонда, а в конце 2019 года уже около 75% [168]. Иностранная валюта в составе активов ФНБ находится на счетах в Банке России на депозитах либо помещается в иностранные ценные бумаги аналогично другим международным резервам Российской Федерации. Следует сказать, что при управлении международными резервами Банк России пользуется услугами иностранных контрагентов, в первую очередь, ТНБ, и за каждую операцию платит комиссионное вознаграждение, которое, по мысли А. Гиллена, является дополнительным каналом перераспределения прибавочной стоимости в пользу Центра мировой финансовой системы. При этом, очевидно, что современные условия международного долгового рынка предлагают низкие либо отрицательные доходности в государственных и квазигосударственных долговых ценных бумагах стран-эмитентов резервных валют, что не позволяет достигать главной цели сохранения и долгосрочного приумножения капитала Фонда и других международных резервов. Мы считаем, что расширение инвестиционных мандатов для управления данными средствами принесёт более высокие и стабильные доходности на размещённые активы.

Будучи, в основном, реципиентом портфельных инвестиций, российская экономика извлекает недостаточную выгоду от размещения капитала в международные акции. Принципы, входящие в Continuum, предложенные в параграфе 3.2, вполне применимы для формирования инвестиционных стратегий управления любым капиталом в форме международных портфельных инвестиций, в том числе, капиталом суверенных фондов и международных резервов центральных банков развивающихся стран.

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. В настоящее время, активное инвестирование в долевые ценные бумаги осуществляет суверенный фонд Норвегии, Национальный банк Швейцарии и косвенно Банк Японии. Так, инвестирование в международные акции позволяет участвовать в росте капитализации мировых фондовых рынков, что, например, для суверенного фонда Норвегии приносит более двух третей годовой доходности на активы [197]. Волатильность инвестиционного портфеля акций возможно снижать, используя комбинации производных финансовых инструментов, в частности, роллирование опционов put или put-spreads на биржевые индексы или отдельные акции с наибольшей корреляцией с динамикой портфеля.

Так как в российской экономике ослаблены факторы, влияющие на поведение глобального финансового капитала, российский капитал должен сам максимально использовать выгоды институциональной структуры международного портфельного инвестирования – быть активным международным портфельным инвестором. Если расширения 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 Российской Федерации 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.

Будучи российским юридическим лицом, данный холдинг должен иметь также юридическое и операционное оформление в правовом поле ключевых мировых финансовых центров, во-первых, чтобы быть как можно ближе к глобальным рынкам и, во-вторых, чтобы юридически иметь возможность принимать в управление капитал иностранных инвесторов.

Такая структура при наличии достаточного начального капитала (около 100 млн долл.) и эффективной стратегии развития сможет 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.

Направление хедж-фондов в рамках данной структуры может быть не только потенциальным драйвером доходности и снижения общей волатильности стоимости активов, но и активным инструментом влияния на ценообразование и состояние отдельных сегментов мирового финансового рынка. Закрытость и непрозрачность структуры хедж-фондов с некоторыми условиями являются преимуществом для решения гуманитарных, социальных и политических вопросов на международной арене.

Выводы по Главе 3.

Главными проблемами международного портфельного инвестирования в настоящее время являются: 1) дисбаланс сбережений и инвестиций в мировой экономике, имеющий сильную связь с изменениями в демографии; 2) противоречивое состояние инвестиционной среды, которая находится в условиях сверхмягкой монетарной политики центральных банков стран-эмитентов резервных валют; 3) изменение условий ведения бизнеса внутри индустрии управления активами.

Ответом на сложившиеся условия становится развитие разнонаправленных тенденций – повышение роли фондов абсолютной

доходности (хедж-фондов), с одной стороны, и привлечение большого объёма капитала в пассивные фонды (и ETF), с другой.

Так, хедж-фонды представляют собой организационную форму управления капиталом, которая благодаря развитию технического прогресса и мирового финансового рынка абсолютизирует стремление капитала к сохранению и приумножению. Хедж-фонды, стремясь достигнуть абсолютной доходности и используя максимально свободные мандаты на осуществление инвестиционных операций, захватывающих все сегменты международного портфельного инвестирования, активно перераспределяют глобальный капитал в пользу своих бенефициаров и продолжают играть заметную роль в мировых финансах.

Другое направление развития институциональной структуры международного портфельного инвестирования в рамках индустрии управления активами представлено пассивными фондами, в том числе торгуемыми на бирже (ETF), стремящимися повторять выбранный бенчмарк с минимальными расходами для инвестора. Положительная динамика финансовых рынков за последние десять лет, низкие процентные ставки и маргинальное давление на участников индустрии управления активами становятся главными факторами притока капитала в такие фонды.

Современное состояние мировой финансовой системы требует понимания жизнеспособных принципов управления капиталом в форме портфельных инвестиций. На основе исследования современного состояния международного портфельного инвестирования, существующего институционально в рамках индустрии управления активами, разработана универсальная схема управления капиталом.

В рамках универсальной схемы управления капиталом Continuum были выделены следующие принципы: 1) принцип фиксированного дохода; 2) принцип рыночной нейтральности; 3) принцип смарт-бета инвестирования; 4) принцип спекулятивных дискреционных действий. Управление капиталом в рамках названных универсальных принципов Continuum может

осуществляться институциональными инвесторами глобально, но наибольшие возможности они предоставляют наименее регулируемым участниками мировой финансовой системы – хедж-фондам.

Российская экономика слабо интегрирована в мировую финансовую систему. С точки зрения трансграничных портфельных инвестиций Россия в целом находится в общемировом тренде развития – степень интернационализации российских портфельных инвестиций и их валовой объём растёт. При этом Россия выступает, главным образом, реципиентом глобального финансового капитала в форме портфельных инвестиций – в первую очередь, в долевыми финансовыми инструментами (акции российских компаний), что не только не позволяет российскому капиталу извлекать выгоду, например, от роста мировых фондовых рынков, но и создаёт проблему перераспределения российского общественного продукта в пользу стран-эмитентов резервных валют.

Так как в России ослаблены факторы (накопления, резервной валюты, финансовой инфраструктуры и правового поля), российский капитал должен сам выступать активным портфельным инвестором на мировом финансовом рынке. Стратегии и формы участия российского капитала в международном портфельном инвестировании должны определяться, во-первых, мировыми тенденциями портфельного инвестирования и, во-вторых, современным состоянием российской финансовой системы и индустрии управления активами.

Заключение

Проведенное исследование позволяет сделать следующие выводы.

Международное портфельное инвестирование, перенимая свойства глобального финансового капитала (фиктивность, спекулятивность, обезличенность, мобильность, трансграничность, концентрированность), следует ведущей тенденции своего развития – увеличению как общего объема портфельных инвестиций, так и степени их интернационализации, которая проявляется в растущей доле трансграничных вложений в общем объеме долевых и долговых ценных бумаг. Главным фактором, способствующим этому, является активная экспансия глобального финансового капитала в мировой финансовой системе, поддерживаемая эмиссионной деятельностью (программами количественных смягчений) центральных банков стран-эмитентов резервных валют и совокупным финансовым рычагом мирового банковского сектора.

Центральные банки за последние десять лет стали оказывать значительное влияние на международные финансовые рынки. Во-первых, сверхмягкая монетарная политика центральных банков стран-эмитентов резервных валют становится причиной инфляции, то есть неестественного роста цен на активы. Во-вторых, такая политика, в сущности, является кредитной эмиссией, что обостряет долговую проблему в мировой экономике. В-третьих, инъекции ликвидности не способствуют оживлению реальной экономической активности. Так, продолжают накапливаться структурные дисбалансы воспроизводственной модели, что создает глобальные риски для всей мировой финансовой системы.

Международные портфельные инвестиции в классическом понимании являются трансграничными вложениями в долговые и долевые ценные бумаги, однако они сопряжены с другими формами движения глобального финансового капитала – прямыми и прочими инвестициями, а также сделками с производными финансовыми инструментами.

Общее состояние мировой финансовой системы и её неблагоприятные изменения определяют направления и характер движения капитала. В частности, международное портфельное инвестирование подвержено влиянию глобальных дисбалансов мировой экономики. Выявлено, что несмотря на общий рост портфельных инвестиций, в том числе трансграничных, в мировой экономике, основными инвесторами и реципиентами портфельных инвестиций являются развитые страны, которые концентрируют и централизуют не только основные выгоды от данного вида движения капитала, но и содержат потенциальные риски глобальной рецессии. Так, например, глобальный дисбаланс внешнего финансирования, с одной стороны, способствует увеличению объёмов и количества долговых ценных бумаг в обращении, с другой стороны, растёт долговая нагрузка отдельных стран и крупнейших корпораций, что неминуемо ведёт к проблеме возможных дефолтов.

Определено, что первоочередное значение для глобального финансового капитала имеют следующие факторы, влияющие на его поведение: 1) фактор накопления; 2) фактор резервной валюты; 3) фактор финансовой инфраструктуры; 4) фактор правовой среды. Более всего данные факторы развиты в англо-саксонских странах, наименее всего – в странах с развивающейся экономикой. Именно сильное проявление данных факторов в одних странах и слабое развитие в других определяет высокую степень централизации сферы международного портфельного инвестирования в настоящее время.

Анализ институциональной структуры международного портфельного инвестирования показал, что, хотя портфельные инвестиции осуществляются широким кругом субъектов мировой экономики, наиболее полно реализация стремления капитала к сохранению и приумножению в этой экономической форме находит своё отражение в рамках мировой индустрии управления активами, которая представляет собой систему институтов формирования

капитала (сбережений) и институтов, которые непосредственно управляют капиталом (инвестициями), и экономических отношений между ними.

Структурные изменения в мировой экономике определяют современные черты и тренды развития индустрии управления активами. Во-первых, индустрия управления активами характеризуется высокой степенью концентрации и централизации капитала, а главными регионами её активности выступают США, Западная Европа и Япония. Во-вторых, снижение доходностей активов, насыщение индустрии капиталом и возрастание конкуренции ведёт к снижению маржинальности бизнеса и необходимости снижать издержки. Наблюдается тенденция снижения или полной отмены комиссий для инвесторов. В-третьих, автоматизация процессов ведёт к сокращению необходимости в дополнительной рабочей силе пропорционально росту активов под управлением.

Выявлено, что современные подходы к управлению капиталом в форме портфельных инвестиций в рамках индустрии управления активами претерпевают изменения. С точки зрения теоретической базы инвестирования неоклассический подход заменяется концептами поведенческих финансов. Инвестиционная среда в настоящее время рассматривается как поле деятельности физических лиц, имеющих собственные предпочтения, взгляды и вкусы в инвестировании. На первый план выходят цели и пожелания владельцев капитала, которые смотрят на инвестиционную среду более глобально при более коротком инвестиционном горизонте, используя динамическое распределение капиталов в самые разные классы локальных и интернациональных активов. Соответственно предъявляются новые требования к организации процесса продаж инвестиционных продуктов и услуг с точки зрения знаний и понимания инвестиционных подходов и среды финансовых рынков представителями индустрии управления активами.

Ответом на сложившиеся проблемы становится развитие разнонаправленных тенденций – повышение роли фондов абсолютной доходности (хедж-фондов), с одной стороны, и привлечение большого объёма

капитала в пассивные фонды (и ETF), с другой. Хедж-фонды стремятся достигнуть абсолютной доходности независимо от общего состояния финансовых рынков, имеют свободные мандаты на осуществление инвестиционных операций, захватывающие все сегменты международного портфельного инвестирования и активно перераспределяют глобальный капитал в пользу своих бенефициаров и продолжают играть заметную роль в мировых финансах. Другое направление развития институциональной структуры международного портфельного инвестирования в рамках индустрии управления активами представлено пассивными фондами, в том числе, торгуемыми на бирже (ETF), стремящимися повторять выбранный бенчмарк с минимальными расходами для инвестора. Среди главных факторов притока капитала в такие фонды – положительная динамика финансовых рынков за последние десять лет, низкие процентные ставки и маргинальное давление на участников индустрии управления активами.

Ядром любой инвестиционной деятельности являются принципы инвестирования, которые могут оформляться в конкретные инвестиционные стратегии. С учётом сложившихся тенденций международного портфельного инвестирования была разработана универсальная схема управления капиталом Continuum, включающая четыре принципа, которые могут осуществляться совместно либо порознь в зависимости от толерантности к риску и целей владельцев капитала. К данным принципам относятся: 1) принцип фиксированного дохода; 2) принцип рыночной нейтральности; 3) принцип смарт-бета инвестирования; 4) принцип спекулятивных дискреционных действий. Формы реализации каждого принципа продемонстрированы на конкретных примерах. Эта система управления капиталом может использоваться широким рядом участников мирового финансового рынка, главным образом, составляющих индустрию управления активами – частными инвесторами, банками, инвестиционными компаниями, хедж-фондами, суверенными, пенсионными, эндаумент-фондами.

Российское портфельное инвестирования активно развивается, демонстрируя среднегодовые темпы роста, опережающие общемировые. Также увеличиваются общие объёмы портфельных инвестиций как в долговые, так и в долевыми ценные бумаги. Растёт степень интернационализации российских портфельных инвестиций. Однако, несмотря на данный факт, место российских портфельных инвестиций в мировой экономике остаётся незначительным.

Основными субъектами осуществления портфельных инвестиций в российской экономике выступают коммерческие банки и аффилированные с ними структуры. Они же являются главными драйверами интернационализации российских портфельных инвестиций в мировой экономике. При этом наблюдается тенденция к снижению доли банков в международном портфельном инвестировании; возрастает роль небанковских финансовых институтов – инвестиционных фондов и их управляющих компаний в рамках индустрии управления активами. Что касается семейных офисов с российскими бенефициарами, до сих пор по официальным данным невозможно оценить капитал, находящийся в их управлении, так как часто они либо осуществляют свою деятельность и зарегистрированы за пределами Российской Федерации, либо структурированы как закрытые паевые инвестиционные фонды, не предоставляющие публичную информацию.

Главной причиной неэффективной интеграции российской экономики в мировую в части портфельных инвестиций следует считать слабое развитие в ней соответствующих факторов, определяющих движение глобального финансового капитала. При этом самыми крупными владельцами капитала в форме международных портфельных инвестиций в России выступают ФНБ и Центральный банк Российской Федерации. При этом современные условия мирового финансового рынка предлагают для них ограниченные возможности инвестирования при текущих мандатах. Низкие и отрицательные ставки по государственным и квазигосударственным облигациям стран-эмитентов резервных валют не позволяют решать задачу сохранения и приумножения

капитала в виде международных резервов. Поэтому необходимо расширение мандатов для инвестирования международных резервов в долевые ценные бумаги на мировом финансовом рынке при использовании производных финансовых инструментов для хеджирования рисков.

Если прямое инвестирование международных резервов РФ в трансграничные долевые ценные бумаги при использовании производных финансовых инструментов для хеджирования рисков невозможно, то предлагается (и это будет более эффективно) создание отдельной глобальной инвестиционной структуры, которая бы управляла международными резервами РФ как одним из источников капитала наряду с капиталом других инвесторов – российских и иностранных. Функционирование данной структуры предполагается в соответствии с учётом рассмотренных тенденций международного портфельного инвестирования, используя разработанную универсальную схему Continuum. Функционирование данной структуры не только позволит российскому капиталу извлекать выгоду из мировых финансовых рынков, но и влиять, при наличии достаточного капитала, на отдельные рынки и корпоративное управление в отдельных компаниях по всему миру.

Для дальнейших исследований по данной теме предлагаются следующие направления. Во-первых, проанализировать страновую, инструментальную и валютную структуру международных портфельных инвестиций мировых лидеров в данном сегменте как в части активов, так и в части обязательств. Во-вторых, выявить основных портфельных инвесторов в Россию, так и из России как на уровне стран, так и на уровне субъектов экономики, что позволит более детально разрабатывать как корпоративные стратегии ведения бизнеса в финансовом секторе, так и стратегию национальной экономической безопасности. В-третьих, изучить современные принципы портфельного инвестирования ведущих инвестиционных фондов и их управляющих компаний для теоретического осмысления и практического применения новейших методик субъектами российской экономики.

В-четвёртых, более подробно рассмотреть влияние глобальных шоков наподобие эпидемии Covid-19 на международное портфельное инвестирование как в части потоков капитала между странами, так и с точки зрения управления инвестиционными портфелями в центральных банках, суверенных фондах, органах государственной власти, коммерческих банках, инвестиционных фондах и прочее.

Список литературы

Диссертации

1. Балюк, И.А. Современный международный долговой рынок: теория и практика функционирования : специальность 08.00.14 «Мировая экономика» : диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук / Балюк Игорь Алексеевич; Финансовый университет. – Москва, 2019. – 389 с. – Библиогр.: с. 336–363.
2. Миркин, Я.М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития : специальность 08.00.14 «Мировая экономика» : диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук / Миркин Яков Моисеевич ; Финансовая академия. – Москва, 2003. – 575 с. – Библиогр.: с. 569–583.
3. Навой, А.В. Тенденции развития центральных банков в условиях глобализации экономики : специальность 08.00.14 «Мировая экономика» : диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук / Навой Антон Викентьевич ; Финуниверситет, – Москва, 2013. – 416 с. – Библиогр.: с. 364–391.
4. Смирнов, Ф.А. Влияние хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей : специальность 08.00.14 «Мировая экономика» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Смирнов Фёдор Александрович ; Финансовый университет. – Москва, 2015. – 205 с. – Библиогр.: с. 153–189.

Авторефераты диссертаций

5. Ярыгина, И.З. Тенденции развития национальных банковских систем в условиях глобализации : специальность 08.00.14 «Мировая экономика» : автореферат диссертации на соискание ученой степени доктора экономических наук / Ярыгина Ирина Зотовна ; Финансовая академия. –

Москва, 2007. – 46 с. – Библиогр.: с. 44–45. – Место защиты: Финансовая академия.

Книги, монографии, доклады

6. Айхенгрин, Б. Глобальные дисбалансы и уроки Бреттон-Вудса / Б. Айхенгрин ; перевод с английского Е. Еловской ; под научной редакцией Т. Дробышевской. – Москва : Издательство Института Гайдара, 2017. – 200 с. – ISBN 978-5-93255-506-4.
7. Акерлоф, Дж. Spiritus animalis, или Как человеческая психология управляет экономикой и почему это важно для мирового капитализма / Дж. Акерлоф, Р. Шиллер ; перевод с английского Д. Прияткина; под научной редакцией А. Суворова. – Москва : ООО «Юнайтед Пресс», 2010. – 273 с. – ISBN 978-5-904522-33-9.
8. Белл, Д. Грядущее постиндустриальное общество / Д. Белл. – Москва : Академия, 1999. – 944 с. – ISBN 5-87444-070-4.
9. Богл, Д. Не верьте цифрам! Размышления о заблуждениях инвесторов, капитализме, «взаимных» фондах, индексном инвестировании, предпринимательстве, идеализме и героях / Д. Богл. – Москва : Альпина Паблишер, 2013. – 545 с. – ISBN 978-5-9614-6604-1.
10. Брегель, Э.Я. Денежное обращение и кредит капиталистических стран : учебное пособие для вузов / Э.Я. Брегель. – 3-е издание, переработанное. – Москва : Финансы, 1973. – 376 с. – ISBN отсутствует.
11. Бродель, Ф. Материальная цивилизация, экономика и капитализм. Том 2 : Игры обмена / Ф. Бродель; перевод с французского Л.Е. Куббея. – 2-е издание. – Москва : Издательство «Весь Мир», 2006. – 672 с. – ISBN 978-5-7777-0247.
12. Влияние глобализации на формирование российского финансового рынка : монография / коллектив авторов; под редакцией Е.А. Звоновой. – Москва : КНОРУС, 2018. – 250 с. – 1000 экз. – ISBN 978-5-406-06467-2.

13. Герцен, А.И. Собрание сочинений / А.И. Герцен; в 8 томах. Том 5. – Москва : Издательство «Правда», 1975. – 384 с. – ISBN отсутствует.
14. Герцен, А.И. Собрание сочинений / А.И. Герцен; в 8 томах. Том 8. – Москва : Издательство «Правда», 1975. – 447 с. – ISBN отсутствует.
15. Гершенкрон, А. Экономическая отсталость в исторической перспективе / А. Гершенкрон ; перевод с английского А.В. Белых. – Москва : Дело, 2015. – 536 с. – ISBN 978-5-7749-0877-6.
16. Гильфердинг, Р. Финансовый капитал: новейшая фаза в развитии капитализма / Р. Гильфердинг ; перевод с немецкого И. Степанова. – Петроград : Госиздат, 1923. – 460 с. – ISBN отсутствует.
17. Глобализация мирового хозяйства и место России / В.П. Колесов, А.А. Пороховский, В.А. Зубенко [и др.]. – Москва : ТЕИС, 2002. – 631 с. – ISBN 5-7218-0427-0.
18. Гобсон, Дж. Империализм / Дж. Гобсон. – Ленинград : Прибой, 1927. – 287 с. – ISBN 5-7218-0427-0.
19. Грэхэм, Б. Разумный инвестор / Б. Грэхэм, Дж. Цвейг. – Москва : Издательский дом «Вильямс», 2009. – 672 с. – ISBN 978-5-9614-6544-0.
20. Гуссерль, Э. Идеи к чистой феноменологии и феноменологической философии / Э. Гуссерль. – Москва : Академический проект, 1999 – 456 с. – ISBN 978-5-8291-1812-9.
21. Дас, С. Трейдеры, Пушки и Деньги: известные и неизвестные в сверкающем мире деривативов / С. Дас. – Москва : ВолтерсКлувер, 2008. – 440 с. – ISBN 978-5-466-00358-1.
22. Звонова, Е.А. Мировые финансы. Практикум : учебно-практическое пособие / Е.А. Звонова. – Москва : КноРус, 2018. – 234 с. – ISBN 978-5-406-02737-0.
23. Зорин, А.Л. Появление героя: Из истории русской эмоциональной культуры конца XVII – начала XIX века / А.Л. Зорин. – Москва : Новое литературное обозрение, 2016. – 907 с. – ISBN 978-5-4448-0528-2.

24. Истоки: экономика в контексте истории и культуры : альманах / Я.И. Кузьминов (ответственный редактор). – Москва : ГУ ВШЭ, 2004. – 584 с. – ISBN 5-7598-0071-X.
25. Катасонов, В.Ю. Капитализм. История и идеология "денежной цивилизации" / В.Ю. Катасонов ; научный редактор О.А. Платонов. – Москва : Институт русской цивилизации, 2013. – 1072 с. – ISBN 978-5-4261-0054-1.
26. Катасонов, В.Ю. От рабства к рабству. От Древнего Рима к современному капитализму / В.Ю. Катасонов. – Москва : Кислород, 2014. – 448 с. – ISBN 5-901635-40-7.
27. Катасонов, В.Ю. Религия денег. Духовно-религиозные основы капитализма / В.Ю. Катасонов. – Москва : Кислород, 2013. – 408 с. – ISBN 5-901635-34-6.
28. Кейнс, Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. Избранное / Дж.М. Кейнс. – Москва : Эксмо, 2007. – 960 с. – ISBN 978-5-699-20989-7.
29. Кругман, П. Возвращение Великой депрессии? Мировой кризис глазами нобелевского лауреата / П. Кругман. – Москва : Эксмо, 2009. – 336 с. – ISBN 978-5-699-34222-8.
30. Ле Гофф, Ж. Средневековье и деньги: очерк исторической антропологии / Ж. Ле Гофф ; перевод с французского М. Ю. Некрасова. – Санкт-Петербург : ЕВРАЗИЯ, 2010. – 224 с. – ISBN 978-5-91852-099-4.
31. Ленин, В.И. Полное собрание сочинений / В.И. Ленин; в 54 томах. Том 34. – 5-е издание. – Москва : Издательство политической литературы, 1969. – 584 с. – ISBN отсутствует.
32. Лефевр, Э. Воспоминания биржевого спекулянта / Э. Лефевр. – Москва : Попурри, 2020. – 320 с. – ISBN 978-985-15-4419-2.
33. Лисон, Н. Как я обанкротил „Бэрингз». Признания трейдера-мошенника / Н. Лисон, Э. Уитли. – Москва : ООО «Кейс», 2011. – 480 с. – ISBN 978-5-91848-004-5.

34. Ломакин, В.К. Мировая экономика / В.К. Ломакин. – 3-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : ЮНИТИ-ДАНА. 2007. – 672 с. – ISBN 978-5-238-01121-9.
35. Лосев, А.Ф. Диалектика мифа / А.Ф. Лосев ; под общей редакцией А.А. Тахо-Годи, В.П. Троицкого. – Москва : Издательство «Мысль», 2001. – 559 с. – ISBN 5-244-00969-9.
36. Маккей, Ч. Наиболее распространенные заблуждения и безумства толпы / Ч. Маккей – Москва : Альпина Пабlishер, 2015. – 684 с. – ISBN 978-5-9614-5309-6.
37. Маркс, К. Капитал. Критика политической экономии / К. Маркс; в 3 томах. Том 3. Часть 2. – Москва : Издательство политической литературы, 1978. – 927 с. – ISBN отсутствует.
38. Международные валютно-кредитные отношения: учебник / Л.Н. Красавина [и др.] ; ответственный редактор Л.Н. Красавина. – Москва : Издательство Юрайт, 2015. – 544 с. – ISBN 978-5-534-08791-8.
39. Миркин, Я.М. Финансовый конструктивизм / Я.М. Миркин. – Москва : Лингва-Ф, 2014. – 360 с. – ISBN 978-5-91477-022-5.
40. Михайлов, А.Ю. Особенности размещения активов институциональных инвесторов. Часть 1 : монография / А.Ю. Михайлов, М.В. Данилина. – Москва : Русайнс, 2015. – 286 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-4365-1021-7.
41. Осипов, Ю.М. Экономическая теория на пороге XXI века. Том 4 : финансовая экономика : монография / Ю.М. Осипов. – Москва : Юристъ, 2002. – 704 с. – 500 экз. – ISBN 5-7975-0376-X.
42. 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. – 430 с. – 1000 экз. – ISBN 978-5-4365-0570-1.
43. Смирнов, Ф.А. Мировая финансово-экономическая архитектура. Деконструкция / Ф.А. Смирнов. – Москва : ООО «Буки Веди», 2015. – 343 с. – ISBN 978-5-44-65-0821-1.

44. Сорос, Д. Кризис мирового капитализма / Д. Сорос ; перевод с английского С.К. Умрихиной . – Москва : ИНФРА-М, 1999. – 262 с. – ISBN 5-16-000002-х.
45. Талеб, Н. Антихрупкость: как извлечь выгоду из хаоса / Н. Талеб ; перевод с английского Н. Караева. – Москва : КоЛибри, 2015. – 768 с. – ISBN 978-5-389-05287-1.
46. Талеб, Н. Рискую собственной шкурой: скрытая асимметрия повседневной жизни / Н. Талеб ; перевод с английского Н. Караева. – Москва : КоЛибри, 2018. – 384 с. – ISBN 978-5-389-14168-1.
47. Талеб, Н. Черный лебедь: под знаком непредсказуемости / Н. Талеб. – 2-е издание, дополненное. – Москва : КоЛибри, 2013. – 735 с. – ISBN 978-5-389-09894-7.
48. Хейфец, Б.А. Офшорные юрисдикции в глобальной и национальной экономике / Б.А. Хейфец. – Москва : Экономика, 2008. – 336 с. – ISBN 978-5-282-02852-2.
49. Шиллер, Р. Финансы и хорошее общество / Р. Шиллер ; перевод с английского Ю. Каптуревского ; под редакцией Т. Дробышевской, А. Смирнова. – Москва : Издательство Института Гайдара, 2014. – 504 с. – ISBN 978-5-93255-389-3.
50. Шишков, Ю.В. Интеграционные процессы на пороге XXI века : монография / Ю.В. Шишков – Москва : НП «III тысячелетие», 2001. – 479 с. – 500 экз. – ISBN 5-93632-003-0.
51. Ясперс, К. Ницше и христианство / К. Ясперс ; перевод с немецкого Т.Ю. Бородай. – Москва : Московский философский фонд «Медиум». – 1994. – 113 с. – ISBN 5-85691-007-9.

Статьи

52. Авдокушин, Е.Ф. Становление модели финансовой экономики 2.0 в новой экономике / Е.Ф. Авдокушин // Вопросы новой экономики. – 2020. – № 1 (53). – С. 29–35. – ISSN 1994-0556.

53. Афанасьев, Д.Ю. Влияние операций центральных банков на международные финансовые рынки / Д.Ю. Афанасьев // Банковские услуги. – 2017. – № 7. – С. 10–19. – ISSN 2075-1915.
54. Афанасьев, Д.Ю. Международные экономические отношения: плюрализм мнений в эпоху перемен (Глобальная финансовая турбулентность и систематический риск: заблуждения профессиональных экономистов) : коллективная монография / З.А. Абдурахманова, Н.Г. Адамчук, Д.Ю. Афанасьев [и др.] ; под общей редакцией и с предисловием Л.С. Ревенко. – Москва : МГИМО-Университет, 2017. – 608 с. – 500 экз. – С. 175–181. – ISBN 978-5-9228-1727-1.
55. Афанасьев, Д.Ю. Новые решения по вопросам регулирования финансового сектора в ЕС после глобального финансового кризиса / Д.Ю. Афанасьев // Банковские услуги. – 2016. – № 3. – С. 6–9. – ISSN 2075-1915.
56. Афанасьев, Д.Ю. Российская экономика в отношении международного портфельного инвестирования/ Д.Ю. Афанасьев // Финансовая экономика. – 2020. – № 5. – С. 334–338. – ISSN 2075-7786.
57. Афанасьев, Д.Ю. Перспективы развития индустрии управления активами в мировой экономике / Д.Ю. Афанасьев // Самоуправление. – 2019. – № 2 (115). – Том 2. – С. 11–15. – ISSN 2221-8173.
58. Афанасьев, Д.Ю. Роль эмиссии центральных банков в условиях глобализации экономики / Д.Ю. Афанасьев // Научные записки молодых исследователей. – 2016. – № 3. – С. 5–10. – ISSN 2309-1193.
59. Афанасьев, Д.Ю. Философская проблема понимания капитала как общественной категории / Д.Ю. Афанасьев // Философия хозяйства. Журнал Центра общественных наук и экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова. – 2018. – № 4. – С. 118–137. – ISSN 2073-6118.
60. 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.

61. Балюк, И.А. Проблема внешнего долга и мировая финансовая архитектура / И.А. Балюк // *Review of Business and Economics Studies*. – 2018. – № 4 (6). – С. 18–29. – ISSN 2308-944X.
62. Бунич, Г.А. Конкуренция валют: приоритетные экономические факторы / Г.А. Бунич // *Экономика и предпринимательство*. – 2019. – № 10 (111). – С. 135–143. – ISSN 1999-2300.
63. Данилина, М.В. Институциональные инвесторы / М.В. Данилина // *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. – 2011. – № 12. – С. 61–71. – ISSN 2073-4484.
64. Дорошенко, М. Рыночно-ориентированные и банко-ориентированные финансовые системы: посткризисные соотношения в России и в мире / М. Дорошенко, С. Дубинин, А. Лолейт // *Экономическая политика*. – 2019. – № 5. – С. 100–123. – ISSN 1994-5124.
65. Жариков, М.В. Валютные войны в современной мировой валютной системе / М.В. Жариков // *Общество и экономика*. – 2019. – № 8. – С. 89–95. – ISSN 0207-3676.
66. Жигаев, А.Ю. Некоторые актуальные вопросы взаимосвязи финансовой стабильности и денежно-кредитной политики (на примере Федеральной резервной системы США) / А.Ю. Жигаев // *Деньги и кредит*. – 2012. – № 2. – С. 21–32. – ISSN 0130-3090.
67. Звонова, Е.А. Роль глобальных дисбалансов в формировании тенденции диверсификации активов мирового финансового рынка / Е.А. Звонова // *Мир новой экономики*. – 2016. – № 2. – С. 54–63. – ISSN 2220-6469.
68. Игнатова, О.В. Россия на рынке портфельных инвестиций / О.В. Игнатова, В.Г. Алексахина // *Человеческий капитал*. – 2017. – № 3. – С. 51–54. – ISSN 2074-2029.
69. Кузнецов, А.В. Свобода творчества против свободы потребления: выбор за человеком / А.В. Кузнецов // *Философия хозяйства – журнал Центра общественных наук и экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова*. – 2013. – № 5. – С. 86–95. – ISSN 2073-6118.

70. Кузнецов, А.В. Проблемы формирования многополярной финансовой системы в условиях централизации глобального капитала / А.В. Кузнецов // Мир новой экономики. – 2019. – № 2. – С. 70–79. – ISSN 2220-6469.
71. Лосев, А.Ф. Основной вопрос философии музыки / А.Ф. Лосев // Советская музыка. – 1990. – № 12. – С. 66–69. – ISSN 0131-6818.
72. Медведева, М.Б. Современный этап развития мировой экономики и формирование глобальных дисбалансов / М.Б. Медведева, Д.Ю. Афанасьев // Финансы, деньги, инвестиции. – 2016. – № 2. – С. 3–8. – ISSN 2222-0917.
73. Обаева, А.С. Цель и задачи законодательства о национальной платежной системе в развитии финансовой инфраструктуры России : сборник докладов / А.С. Обаева // Платежные и расчетные системы. – Выпуск 28. – 2011. – С. 13–17. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.cbr.ru/Queries/UniDbQuery/File/48362/65> (дата обращения: 22.03.20).
74. Паньков, В.С. Глобализация экономики: сущность, реалии, виды на будущее / В.С. Паньков // Международная экономика. – 2009. – № 6. – С. 5–22. – ISSN 2074-6040.
75. Саввина, О.В. Индустрия управления благосостоянием: факторы и тренды современного развития в условиях цифровизации / О.В. Саввина, И.П. Хоминич, Е.А. Семенов // Банковские услуги. – 2020. – № 7–8. – С. 22–29. – ISSN 2075-1915.
76. Смирнов, Ф.А. Влияние хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей / Ф.А. Смирнов // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2016. – № 1. – С. 49–54. – ISSN 2073-4484.
77. Стародубцева, Е.Б. Сбережения и инвестиции в современном мире / Е.Б. Стародубцева // Вестник университета. – 2017. – № 5. – С. 137–141. – ISSN 1816-4277.
78. Хмыз, О.В. Особенности работы хеджевых фондов во время кризисов на формирующихся рынках / О.В. Хмыз // Управление риском. – 2006. – № 1. – С. 47–54. – ISSN 1684-6303.

79. Хотинская, Г.И. Противоречия финансового капитала и их влияние на экономику / Г. И. Хотинская, А.В. Суворов // Финансовый вестник: финансы, налоги, страхование, бухгалтерский учет. – 2009. – № 12. – С. 11–17. – ISSN отсутствует.

80. Черковец, О.В. Глобализация сотрудничества или конкуренции? / О.В. Черковец // Экономист. – 2002. – № 10. – С. 3–6. – ISSN 0869-4672.

Книги, монографии, статьи и доклады на иностранном языке

81. Allan, V.V. From subjects to objects: Knowledge in International Relations theory / V.V. Allan // European Journal of International Relations. – № 24 (4). – 2018. – P. 841–864. – ISSN 1354-0661.

82. Balance of Payments and International Investment Position Manual / International monetary fund. – Washington, D.C. : IMF, 2009 – 371 p. – ISBN 978-1-58906-812-4.

83. Bartram, S.M. International Portfolio Investment: Theory, Evidence, and Institutional Framework / S.M. Bartram, G. Dufey // Financial Markets Institutions & Instruments. – 2001. – Volume 10. – No. 3. – P. 85–155. – ISSN 1468-0416.

84. Becker, G.S. Human Capital; a Theoretical and Empirical Analysis / G.S. Becker. – New York : Columbia University Press, 1964. – 187 p. – ISBN 978-0-87014-080-8.

85. Bernstein, P.L. Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street / P.L. Bernstein. – New York: Free Press, 1992. – 368 p. – ISBN 978-1-118-52398-8.

86. Bindseil, U. Monetary Policy Implementation: Theory, Past, and Present / U. Bindseil. – New York : Oxford University Press. – 2004. – 288 p. – ISBN 978-0199274543.

87. Bordo, M.D. The Globalization of International Financial Markets: What Can History Teach Us? / M.D. Bordo. – Текст : электронный // Rutgers University : [website]. – 2000. – March 31. – 67 p. – URL: <http://econweb.rutgers.edu/bordo/global.pdf> (дата обращения: 23.08.2020).

88. Bouye, E. The Landscape for Institutional Investing in 2018: Perspectives of Institutional Investors an Input into the Investor Forum / E. Bouye, R.G. Eccles, S.V. Klimenko, D. Tahlioni. – Текст : электронный // World Bank. – 2018. – DOI отсутствует. – URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/492461543350814564/The-Landscape-for-Institutional-Investing-in-2018-Perspectives-of-Institutional-Investors-an-Input-into-the-Investor-Forum> (дата обращения: 30.01.2020).
89. Chhaochharia, V. Sovereign Wealth Funds: Their Investment Strategies and Performance / V. Chhaochharia, L. Laeven // Centre for Economic Policy Research Discussion. – 2008. – No. 6959. – 49 p. – ISBN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://admin.darden.virginia.edu/emupload/uploaded2009/sovereign%20wealth%20funds.pdf> (дата обращения: 15.09.2020).
90. Claessens, S. Foreign Banks: Trends, Impact and Financial Stability / S. Claessens, N. van Horen // International Monetary Fund Working Paper. – No. 12 (10). – January 2017. – 39 p. – ISSN 1018-5941.
91. Cull, R. Bank Ownership: Trends and Implications / R. Cull // International Monetary Fund Working Paper. – 2017. – No. 17/60. – 49 p. – ISSN 1018-5941.
92. Comparative Study of Central Bank Quantitative Easing Programs / School of International and Public Affairs. – Columbia University in the City of New York. – April 2016. – 168 p. – ISBN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://ypfsresourcelibrary.blob.core.windows.net/fcic/YPFS/Comparative_Study_of_Central_Bank_QE_Programs.pdf (дата обращения: 11.08.2020).
93. Contribution of Institutional Investors 2011-H1 2017. Private Investment in Infrastructure. – Текст : электронный // World Bank Group : [website]. – 2018. – URL: https://ppi.worldbank.org/content/dam/PPI/documents/PPI_InstitutionalInvestors_Update_2017.pdf (дата обращения: 20.09.2020).

94. Coordinated Portfolio Investment Survey Guide / International Monetary Fund. Statistics Department. – Washington, D.C. : IMF, 2017. – 136 p. – ISBN 978-1-48433-189-7.
95. Cross-border positions, by country (residence) and sector of counterparty. Table A3: Bank sector liabilities. Locational banking statistics / Bank for International Settlements. – 2018. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.bis.org/statistics/bankstats.htm> (дата обращения: 01.08.2020).
96. Emmons, W. Recent Developments in Wholesale Payments Systems / W. Emmons // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. – 1997. – № 79 (6). – 26 p. – ISSN 0014-9187.
97. Evolution of the Asset Manager. Asset Management Research / UBS. – 2012. – 12 p. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://www.ubs.com/content/dam/static/asset_management/global/Evolution-of-the-asset-manager.pdf (дата обращения: 01.06.2019).
98. Family offices. Briefing // The Economist. – 2018. – Dec 15. – P. 22–24. – ISSN 0013-0613.
99. Fullwiler, S.T. Modern Central Bank Operations: the general principles / S.T. Fullwiler // Social Science Research Network Electronic journal. – 2017. – P. 50–87. – ISSN 1556-5068. – Текст : электронный. – DOI 10.4337/9781783472246.00011. – URL: <https://www.elgaronline.com/view/9781845429430.00011.xml> (дата обращения: 05.07.2020).
100. Glassman, D.A. Why Empirical International Portfolio Model Fail: Evidence that Model Misspecification Creates Home Asset Bias / D.A. Glassman, L.A. Riddick // Journal of International Money and Finance. – 1996. – № 15 (2). – P. 275–312. – ISSN 0261-5606.
101. Global Asset Management 2018: The Digital Metamorphosis / BCG. – 2018. – 31 p. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.bcg.com/publications/2018/global-asset-management-2018-digital-metamorphosis> (дата обращения: 05.11.2020).

102. Global Financial Stability Report: Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks / International Monetary Fund. Monetary and Capital Markets Department. – Washington, D.C. : IMF, 2015. – 162 p. – ISBN 978-1-49837-293-0.
103. Global Wealth Report 2018 / Credit Suisse Research Institute. – October 2018. – 64 p. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/research/publications/global-wealth-report-2018-en.pdf> (дата обращения: 24.09.2020).
104. Guillén, A. Contributions Of Rudolf Gilferding To An Understanding Of The Current Global Economic Crisis / A. Guillén // Political Economy and the Outlook of Capitalism. АНЕ, IPPE, FAPE. – 2012. – July. – 14 p. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://www.ieim.uqam.ca/IMG/pdf/guillen_arturo_contributions_of_rudolf_hilferding_to_the_understanding_of_current_global_crisis.pdf (дата обращения: 21.08.2020).
105. Hakkio, C.S. The Great Moderation / C.S. Hakkio. – Текст : электронный // Federal Reserve History : [website]. – 2013. – 22 November. – URL: <https://www.federalreservehistory.org/essays/great-moderation> (дата обращения: 07.05.2020).
106. Hatzakis, E. Redefining Indexing Using Smart Beta Strategies / E. Hatzakis. – Текст : электронный // ResearchGate : [website]. – 2017. – DOI 10.13140/RG.2.2.20013.28640. – URL: https://www.researchgate.net/publication/315816047_Redefining_Indexing_Using_Smart_Beta_Strategies (дата обращения: 15.09.2020).
107. Hedge Fund Management: AIMR Conference Proceedings : proceedings of the AIMR seminar «Hedge Fund Management» / L. Ainslie, C. Asness, J. Freeman, G. Hambrecht, M. Lasry [and others]. – New York : CFA Institute, 2002. – 72 p. – ISBN 978-0935015751.
108. Huszar, A. Confessions of a Quantitative Easer / A. Huszar // The Wall Street Journal. – November 12. – 11 p. – ISSN 0099-9660.

109. Indifference Pricing: Theory and Applications / V. Henderson, D. Hobson, P. Barrieu, T.R. Bielecki [and others] ; edited by R. Carmona. – Princeton : Princeton University Press, 2009. – 440 p. – ISBN 978-0691138831.
110. Investment Company Fact Book / Investment Company Institute. – 58th edition. – Washington : ICI, 2018. – 348 p. – ISBN 1-878731-64-5.
111. James, P. Globalization and Economy (Volume 2: Globalizing Finance and the New Economy) / P.W. James, H. Patomäki. – London : Sage Publications, 2007. – 458 p. – ISBN 978-1-4129-1952-4.
112. Johnson, C. Blowback: The Costs and Consequences of American Empire / C. Johnson. – London : Holt Paperbacks, 2001. – 288 p. – ISBN 978-0805062397.
113. Jordan, B. Do Absolute Return Mutual Funds Earn Absolute Returns? / B. Jordan, C. Clifford, T. Riley // The Journal of Investing. – 2013. – Volume 22. – № 4. – P. 23–40. – ISSN 1068-0896.
114. Keister, T. Divorcing Money from Monetary Policy / T. Keister, A. Martin, J. McAndrews // Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review. – 2008. – Volume 14. – № 2. – P. 41–56. – ISSN отсу́тствует.
115. Keuning, S. Discussion comments on session STCPM27: Portfolio investment statistics / S. Keuning // International Finance Corporation Bulletin. – 2008. – № 28. – P. 297–300. – ISSN 1991-7279.
116. Lefevre, J. Straight to Hell: True Tales of Deviance, Debauchery, and Billion-Dollar Deals / J. Lefevre. – New York : Atlantic Monthly Press, 2015. – 234 p. – ISBN отсу́тствует.
117. Levitt, T. The Globalization of Markets / T. Levitt // Harvard Business Review. – 1983. – No. 5. – P. 12–24. – ISSN 0017-8012.
118. Mallaby, S. More money than God. Hedge funds and the making of a new elite. A Council on Foreign Relations Book / S. Mallaby. – New York : The Penguin Press, 2010. – 497 p. – ISBN 978-0143119418.
119. Markowitz, H. Portfolio Selection / H. Markowitz // The Journal of Finance. – 1952. – Volume 7. – № 1. – P. 77–91. – ISSN 0022-1082.

120. Merton, R. An Intertemporal Capital Asset Pricing Model / R. Merton // *Econometrica*. – 1973. – Volume 41. – № 5. – P. 867–887. – ISSN 0012-9682.
121. Morewedge, C. Explanations of the endowment effect: An integrative review / C. Morewedge, C. Giblin // *Trends in Cognitive Sciences*. – 2015. – Volume 19. – № 6. – P. 339–348. – ISSN 1364-6613.
122. Pension Markets in Focus / Organisation for Economic Co-operation and Development. – 2019. – 108 p. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2019.pdf> (дата обращения 26.09.2020).
123. Popper, K. The Logic of Scientific Discovery / K. Popper. – New York : Hutchinson & Co, 1980. – 545 p. – ISBN 0-415-27843-0.
124. Rogoff, K. Japan's Exorbitant Privilege / K. Rogoff, T. Takeshi // *Journal of the Japanese and International Economies*. – 2015. – № 35. – P. 43–61. – ISSN 0889-1583.
125. Sarbin, T. Entering the Circle: Hermeneutic Investigations in Psychology (Emotions as narrative employments) / T. Sarbin ; edited by M.J. Packer, R.B. Addison. – New York : State University of New York Press. – 1989. – 342 p. – P. 185–201. – ISBN 978-0791400159.
126. Shiller, R. Narrative economics / R. Shiller. – New Haven : Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University, 2017. – 58 p. – ISBN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/d20/d2069.pdf> (дата обращения: 16.09.20).
127. Soros, G. The Alchemy of Finance. Reading the Mind of the Market / G. Soros. – New York : John Wiley & Sons, 1994. – 367 p. – ISBN 978-0-471-04313-3.
128. Stiglitz, J. Globalization and Its Discontents / J. Stiglitz. – New York : W. W. Norton & Company, 2003. – 304 p. – ISBN 978-0393324396.
129. Strange, S. The Retreat of the State: The Diffusion of Power in the World Economy / S. Strange. – New York : Cambridge University Press, 1996. – 240 p. – ISBN 978-0521564403.

130. Sulaiman, E. An Empirical Analysis of Financial Risk Tolerance and Demographic Features of Individual Investors / E. Sulaiman // *Procedia Economics and Finance*. – 2012. – № 2. – P. 109–115. – ISSN 2212-5671.
131. Sushko, V. The implications of passive investing for securities markets / V. Sushko, G. Turner // *Bank for International Settlements Quarterly Review*. – 2018. – № 1. – P. 113–131. – ISSN 1683-0121.
132. *The State Pension Funding Gap: 2017* / The Pew Charitable Trusts. – 2019. – 26 p. – ISBN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.pewtrusts.org/-/media/assets/2019/06/statepensionfundinggap.pdf> (дата обращения: 09.08.2020).
133. *Trends in the Expenses and Fees of Funds in 2018* / Investment Company Institute Research Perspective. – 2019. – Volume 25. – № 1. – ISBN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://investmentnews.co.nz/wp-content/uploads/feefie.pdf> (дата обращения: 26.10.2020).
134. *Triennial Central Bank Survey. Foreign Exchange and Over-the-counter (OTC) Derivatives Markets* / Bank for International Settlements. – 2019. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.bis.org/statistics/rpfx19.htm> (дата обращения: 01.09. 2020).
135. *Triennial Central Bank Survey. Regional FX Turnover by instrument* / Bank for International Settlements. – 2018. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d11.6?o=2:A,8:TO1,9:TO1> (дата обращения: 01.09.2020).
136. *World Economic Outlook. A Long and Difficult Ascent* / The United Nations Conference on Trade and Development. – Washington, D.C. : IMF, 2020. – 182 p. – ISBN 978-1-51355-605-5.
137. *World Investment Report (Table 1.6. Selected indicators of FDI and international production, 1990-2018)* / The United Nations Conference on Trade and Development. – 2018. – 193 p. – P. 20–21. – ISBN 978-92-1-112926-7.

138. World Trade Statistical Review 2018 / World Trade Organization. – Geneva : WTO, 2018. – 213 p. – ISBN 978-92-870-4623-9.

Электронные ресурсы и сайты в сети Интернет

139. Аналитический портал Глобфин. – URL: <http://www.globfin.ru/> (дата обращения: 01.05.2019). – Текст : электронный.

140. Аналитический портал CalculatedRisk. Finance and Economics. – URL: <http://www.calculatedriskblog.com/> (дата обращения: 22.10.2017). – Текст : электронный.

141. Аналитический портал Haver Analytics. – URL: <http://www.haver.com/> (дата обращения: 21.10.2018). – Текст : электронный.

142. Аналитический портал Statista. – URL: <https://www.statista.com/statistics/271771/assets-of-the-hedge-funds-worldwide/> (дата обращения: 24.11.2019). – Текст : электронный.

143. Аналитический портал TradingEconomics. – URL: <http://ru.tradingeconomics.com/> (дата обращения: 10.10.2019). – Текст : электронный.

144. Банк Японии готов поглотить фондовый рынок страны. – Текст : электронный // Вести Финанс : [сайт]. – URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/79422> (дата обращения: 24.10.2017).

145. Бердяев, Н. Философия неравенства. Письмо шестое. Об аристократизме / Н. Бердяев. – Текст : электронный // Вехи. – URL: <http://www.vehi.net/berdyayev/neraven/06.html> (дата обращения: 09.04.2019).

146. Вебер, М. Протестантская этика и дух капитализма / М. Вебер. – Текст : электронный // Официальный сайт С. Кара-Мурзы. – URL: <http://www.karamurza.ru/books/Veber/index.html> (дата обращения: 12.09.2018).

147. Веблен, Т. Теория праздного класса / Т. Веблен. – Текст : электронный // ЛитЛайф : [сайт]. – URL: <https://litlife.club/br/?b=267639&p=30> (дата обращения: 01.05.2019).

148. Зомбарт, В. Торгаши и герои / В. Зомбарт. – Текст : электронный // Русская христианская гуманитарная академия : [сайт]. – URL: http://wwi.rhga.ru/upload/iblock/72d/1914_Sombart.pdf (дата обращения: 01.07.2019).
149. Информационное агентство РИА. – URL: <http://ria.ru/> (дата обращения: 01.03.2020). – Текст : электронный.
150. Информационное агентство Bloomberg. – URL: <https://www.bloomberg.com/europe> (дата обращения: 01.03.2020). – Режим доступа: для авториз. пользователей. – Текст : электронный.
151. Концентрация активов действующих кредитных организаций. Показатели деятельности кредитных организаций. – Текст : электронный // Центральный Банк РФ : [сайт]. – URL: https://www.cbr.ru/statistics/pdko/pdko_sub/ (дата обращения: 14.02.20).
152. Крупнейшие УК на конец 2018 года. – Текст : электронный // РА Эксперт : [сайт]. – URL: https://raexpert.ru/rankingtable/managing/uk_2018/tab01 (дата обращения: 02.03.20).
153. Международная инвестиционная позиция. Статистика внешнего сектора. – Текст : электронный // Центральный Банк РФ : [сайт]. – URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/ (дата обращения: 1.03.20).
154. Международные резервные активы и другая ликвидность в иностранной валюте Российской Федерации. Статистика внешнего сектора. – Текст : электронный // Центральный Банк РФ : [сайт]. – URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/ (дата обращения: 1.03.20).
155. Новое определение роли центрального банка. – Текст : электронный // Международный валютный фонд : [сайт]. – 2010. – Июнь. – URL: <https://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/fandd/2010/06/pdf/subbarao.pdf> (дата обращения: 1.05.2018).
156. Обзор банковского сектора Российской Федерации. Аналитические показатели. Департамент обеспечения банковского надзора. – Текст :

электронный // Центральный банк РФ : [сайт]. – 2019. – № 196. – Февраль. – URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/14239/obs_196.pdf (дата обращения: 25.02.20).

157. Обзор рынка ДУ и коллективных инвестиций за 2018 год: от пенсий к рознице. – Текст : электронный // РА Эксперт : [сайт]. – URL: https://raexpert.ru/researches/ua/du_2018 (дата обращения: 02.03.20).

158. Официальный блог Билла Митчелла. Modern Monetary Theory. – URL: <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/> (дата обращения: 01.03.2018). – Текст : электронный.

159. Официальный сайт Всемирного банка. – URL: <http://www.worldbank.org/en/region/esa> (дата обращения: 01.03.2020). – Текст : электронный.

160. Официальный сайт Всемирной торговой организации. – URL: <http://www.wto.ru/ru/newsmain.asp> (дата обращения: 01.02.2018). – Текст : электронный.

161. Официальный сайт Группы 20. – URL: <http://g20.org/> (дата обращения: 05.02.2018). – Текст : электронный.

162. Официальный сайт Международного валютного фонда. – URL: <http://www.un.org/ru/ecosoc/imf/> (дата обращения: 1.05.2018). – Текст : электронный.

163. Официальный сайт Совета по финансовой стабильности. – URL: <http://www.financialstabilityboard.org/> (дата обращения: 21.03.2019). – Текст : электронный.

164. Официальный сайт Morgan Stanley Capital International, Inc. – URL: <https://www.msci.com/> (дата обращения: 10.03.2020). – Текст : электронный.

165. Официальный сайт National Bureau of economic analysis. – URL: <http://www.bea.gov> (дата обращения: 01.05.2019). – Текст : электронный.

166. Официальный сайт National Inflation Association. – URL: <http://inflation.us/> (дата обращения: 01.12.2019). – Текст : электронный.

167. Рубцов, Б.Б. Тенденции развития мировых фондовых рынков / Б.Б. Рубцов. – Текст : электронный // Миркин.Ру : [сайт] – URL: http://www.mirkin.ru/_docs/book0402_036.pdf (дата обращения: 05.06.20)
168. Статистика. Фонд национального благосостояния. – Текст : электронный // Министерство финансов Российской Федерации : [сайт]. – URL: <https://www.minfin.ru/ru/performance/nationalwealthfund/statistics/> (дата обращения: 03.03.20).
169. Структура активов страховых компаний: качественный рост. – Текст : электронный // РА Эксперт : [сайт]. – URL: https://www.raexpert.ru/researches/insurance/structure_2018 (дата обращения: 02.03.20).
170. 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).
171. Asset Management in Europe. An overview of the asset management industry – Текст : электронный // European Fund and Asset Management Association. – 11th Edition. Facts and figures. – September 2019. – URL: <https://www.efama.org/Publications/Statistics/Asset%20Management%20Report/AssetManagementReport2019.pdf> (дата обращения: 06.03.20).
172. Bacon, F. The Advancement of Learning / F. Bacon. – Текст : электронный // Gutenberg : [website]. – URL: <http://www.gutenberg.org/files/5500/5500-h/5500-h.htm> (дата обращения: 14 декабря 2018 г.)
173. Berkshire Hathaway Inc. 13F Filing. – Текст : электронный // Fintel : [website]. – 2018. – June 30. – URL: <https://fintel.io/i13f/berkshire-hathaway/2018-06-30-0> (дата обращения: 06.11.2018).
174. Cambridge Dictionary. – URL: <https://dictionary.cambridge.org/ru/словарь/английский/imbalance> (дата обращения: 09.04.2019). – Текст : электронный.

175. Charles Hugh Smith Blog. Of Two Minds. – URL: <http://www.oftwominds.com/blog.html> (дата обращения: 01.03.2017). – Текст : электронный.
176. China's \$15 Trillion Problem: Investors Don't Believe in Losses. – Текст : электронный // Bloomberg : [website]. – URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-11-20/china-s-15-trillion-problem-investors-don-t-believe-in-losses> (дата обращения: 01.06.2018).
177. Coordinated Portfolio Investment Survey. – Текст : электронный // International Monetary Fund: [website]. – URL: <https://data.imf.org/CPIS> (дата обращения: 1.03.20).
178. De La Cruz, A. Owners of the World's Listed Companies. / A. De La Cruz, A. Medina, Y. Tang. – Текст : электронный // Capital market series, Organisation for Economic Co-operation and Development. – 2019. – URL: www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm (дата обращения: 1.01.20).
179. Ejaraa, D. Estimating cost of equity: Global CAPM versus International CAPM around the world / D. Ejaraa. – Текст : электронный // The University of Connecticut : [website]. – URL: <https://finance.business.uconn.edu/wp-content/uploads/sites/723/2014/08/Estimating-Cost-of-Equity.pdf> (дата обращения: 30.12.19).
180. Federal Reserve in the Payment System. – Текст : электронный // Board of Governors of the Federal Reserve System : [website]. – 1990. – URL: https://www.federalreserve.gov/paymentsystems/pfs_frpaysys.htm (дата обращения: 05.12.2019).
181. Foreign Direct Investment Statistics. Explanatory Notes. – Текст : электронный // Organisation for Economic Co-operation and Development : [website]. – URL: <https://www.oecd.org/daf/inv/FDI-statistics-explanatory-notes.pdf> (дата обращения: 05.03.2019).
182. GDP growth (annual %). World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files. – Текст : электронный // World Bank Group :

[website]. – URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.МКТР.KD.ZG> (дата обращения: 04.01.2020).

183. Global Fund Flows Show Geographic Consistency. – Текст : электронный // Morningstar : [website]. – 2019. – Feb 14. – URL: <https://www.morningstar.com/blog/2019/02/14/global-fund-flows.html> (дата обращения: 12.08.2019).

184. Global Hedge Fund Database. – Текст : электронный // Barclay Hedge : [website]. – URL: <https://www.barclayhedge.com/databases/global-database> (дата обращения: 10.01.2020).

185. Google Ngram Viewer. – URL: <https://books.google.com/ngrams/> (дата обращения: 13.08.20). – Текст : электронный.

186. Investable universe. – Текст : электронный // Goldman Sachs Asset Management : [website]. – URL: <https://www.gsam.com/content/dam/gsam/pdfs/us/en/fund-resources/other-reporting/rdg-fund-universe.pdf?sa=n&rd=n> (дата обращения: 03.12.2018).

187. Japan Pension Giant's Losses Imply a \$52 Billion Stock Spree. – Текст : электронный // Bloomberg News : [website]. – 2016. – Aug 29. – URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-08-28/japan-pension-giant-s-losses-imply-a-53-billion-stock-splurge> (дата обращения: 14.05.2019).

188. MIA: Encyclopedia of Marxism: Glossary of Terms. – URL: <https://www.marxists.org/glossary/terms/c/a.html> (дата обращения: 04.10.18). – Текст : электронный.

189. North American asset management in 2018: The New Great Game. – Текст : электронный // McKinsey & Company : [website]. – 2018. – URL: <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/Financial%20Services/Our%20Insights/The%20new%20Great%20Game%20in%20North%20American%20asset%20management/North-American-asset-management-2018-vf.ashx> (дата обращения: 06.03.20).

190. Notes and Definitions. Documents. Coordinated Portfolio Investment Survey. – Текст : электронный // International Monetary Fund: [website]. – URL:

[http://data.imf.org/?sk=B981B4E3-4E58-467E-9B90-](http://data.imf.org/?sk=B981B4E3-4E58-467E-9B90-9DE0C3367363&sId=1481574691948)

9DE0C3367363&sId=1481574691948 (дата обращения: 14.08.2020).

191. Piketty, T. Capital in the Twenty-first Century / Т. Piketty. – Текст : электронный // Dowbor : [website]. – URL: <https://dowbor.org/blog/wp-content/uploads/2014/06/14Thomas-Piketty.pdf> (дата обращения: 03.05.2019).

192. Policy Responses to COVID-19. – Текст : электронный // International Monetary Fund: [website]. – URL: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19> (дата обращения: 14.08.2020).

193. Portfolio investment. – Текст : электронный // Investopedia : [website]. – URL: <https://www.investopedia.com/terms/p/portfolio-investment.asp> (дата обращения: 19.10.2018).

194. Portfolio Investment, net (BoP, current US\$). World Development Indicators – Текст : электронный // World Bank : [website]. – URL: <https://data.worldbank.org/indicator/BN.KLT.PTXL.CD> (дата обращения: 06.11.2018).

195. Preqin Global Hedge Fund Report. – Текст : электронный // Preqin : [website]. – 2019. – URL: <https://www.preqin.com/insights/global-alternatives-reports/2019-preqin-global-hedge-fund-report/24887> (дата обращения: 10.01.2020).

196. Presenting Chinese Wealth Management Product's Infinite Risk Loop. – Текст : электронный // ZeroHedge : [website]. – <https://www.zerohedge.com/news/2013-06-24/presenting-chinese-wealth-management-products-infinite-risk-loop> (дата обращения: 01.02.2019).

197. Returns. – Текст : электронный // Norges Bank Investment Management : [website]. – URL: <https://www.nbim.no/en/the-fund/returns/> (дата обращения: 04.03.2020).

198. Swiss central bank steps up stock buying spree. – Текст : электронный // Daily Mail UK Online : [website]. – 2016. – Aug 30. – URL: <http://www.dailymail.co.uk/wires/reuters/article-3765259/Swiss-central-bank-steps-stock-buying-sprees.html#ixzz4gggdsVI0> (дата обращения: 25.10.2017).

199. The world's largest 500 asset managers. Thinking Ahead Institute and Pensions & Investments joint research. – Текст : электронный // Willis Towers Watson : [website]. – 2018. – URL: https://willistowerswatson.pl/aktualnosci/pdf/2018.10.29-TAI-PI-500_2018.pdf (дата обращения: 01.12.2019).
200. U.S. Net International Investment Position: First Quarter 2019, Year 2018, and Annual Update. – Текст : электронный // Bureau of Economic Analysis. U.S. Department of Commerce : [website]. – URL: <https://www.bea.gov/news/2019/us-international-investment-position-1st-quarter-2019-year-2018-and-annual-update> (дата обращения: 07.09.19).
201. Vanini, P. Asset Management / P. Vanini. – Текст : электронный // Researchgate : [website]. – 2018. – URL: https://www.researchgate.net/publication/309835452_Asset_Management (дата обращения: 04.01.2020).

Приложение А (информационное)

Междисциплинарный подход к определению сущности капитала в экономике

Международное портфельное инвестирование является формой движения глобального финансового капитала, который, в свою очередь, представляет собой общественную категорию, имеющую проявление в экономическом, социальном, политическом и культурном аспекте общественной жизни. Этот факт требует междисциплинарного подхода для более глубокого понимания исследуемого феномена, в том числе, для определения тенденций его развития, что особенно актуально в условиях усиления глобальных дисбалансов мировой экономики.

Человек свободен – и волен свободно действовать. Познание, будучи действием, актом человеческого сознания, также процесс свободный.

Так и цель исследования явлений и фактов человеческого бытия может постулироваться разнообразно. Единственной верной целью познания следует считать достижение понимания бытия, что должно, в конечном счёте, по выражению английского философа Фрэнсиса Бэкона, умножить человеческие блага и смягчить страдания, облегчить состояние человеческое и действительно помочь людям «в преодолении трудностей и невзгод их жизни» [172].

Само понимание как философский концепт имеет множественные толкования. С одной стороны, понимание достигается расшифровкой смыслового содержания актов человеческой деятельности; с другой стороны, понимание как процесс, как деятельность сознания, само является универсальным способом самоактуализации личности в мире, реализацией воли к власти (*Wille zur Macht*), по Ф. Ницше. Кроме того, понимание – интерпретация, наделение смыслом сущностей, которые не имели смысла без понимания. Русский философ Лосев А.Ф. писал, что «всякое сознание и

мышление, в конечном счёте, есть специфическое отражение бытия или, говоря более общо, функция действительности» [71].

К пониманию фактов человеческого бытия призвана наука. Гуманитарная наука имеет дело с человеком как таковым в его личном и общественном выражении. Так, понимание эксплицируется в выделение терминологии, призванной оформить конкретный уровень познания изучаемой реальности, что и является предметом и проблемой философии в целом и отдельных наук в частности.

Экономическая наука занимается изучением и разрешением проблем в наиболее видимой, чувствительной сфере человеческого бытия – экономике, то есть совокупности общественных отношений для удовлетворения жизненных потребностей людей. Теоретическое осмысление экономической деятельности, в данном отношении, является актуальным теперь и, по-видимому, останется таким всегда, поскольку проблемы удовлетворения потребностей человека не решены, а их решение с развитием общественных отношений приводит к новым проблемам, также требующим понимания и решения.

Фактически экономическая наука с момента её возникновения ставит вопрос: «Что есть нынешнее царство необходимости и как, преодолев его, достигнуть царства свободы?». При этом мы вынуждены сказать и следующее: «Возможно ли это преодоление вообще?». Ответы на поставленные вопросы, в сущности, являются лишь частным случаем понимания как философского концепта, прилагаемого к экономической действительности.

Немецкий философ Новалис считал, что «теории – это сети, ловит только тот, кто их забрасывает» [123]. Истинная наука освобождает мышление от ложных категорий; тем более, практика, хотя и сама в себе содержит критерий истины, требует верных представлений о протекающих процессах, особенно в сфере социально-экономической. Человек склонен верить правдоподобным историям и строить жизнь в соответствии с ними. Применительно к экономической деятельности, ложные доктрины,

реализованные на практике, приводят к общей хозяйственной неустроенности, которая естественным образом усугубляет болезни общественного организма. Экономическая история России и других государств являются подтверждением данного тезиса.

Так, особенно важно своевременно дать определение, то есть достигнуть конкретного уровня понимания, ключевым теоретическим категориям. Фундаментальным понятием при капиталистическом способе производства является капитал.

Экономическая мысль за историю своего существования накопила богатый арсенал дефиниций капитала. Само происхождение термина «капитал» требует специального изучения. Для настоящего исследования ограничимся лишь несколькими интерпретациями.

В марксистской школе считается, что слово «капитал» впервые в широкое употребление входит в Англии в XVI веке в словосочетании «капитальный грант» (*capital grant*), что значило предоставление землевладения от короля [188]. Такое землевладение означало собственность, с которой сопрягалась и власть на определённой территории. Естественно, чем большее землевладение оказывалось в собственности, тем сильнее влияние землевладельца в обществе, в имущественном и прочих аспектах.

Другое мнение заключается в следующем. Термин «капитал» происходит от латинского *caput*, что значит «голова». Экономически слово *caput* означало голову крупного рогатого скота - чем больше стадо, дающее приплод, тем выше благосостояние человека в Древнем Риме [26, с. 16].

Наиболее интересное объяснение генезиса термина «капитал» в европейском обществе предлагает французский историк Фернан Бродель, положивший начала мир-системному анализу. Он наглядно показывает связь степени использования данного термина с уровнем развития капиталистических отношений. Так, «капитал» впервые стал использоваться в XII-XIII века в Италии в значении «ценности; запас товаров; масса денег; или же деньги, приносящие процент». Постепенно именно такое употребление

проникло в Германию, Нидерланды и Францию. Бродель отмечает: «Оно (слово «капитал» – *прим. автора*) оставалось окружено множеством слов-соперников, которые легко подставлялись вместо него даже там, где мы бы ожидали именно его употребления: «доля» (sort), в старинном значении долга, «богатства» (richesses), «возможности» (facultés), «деньги» (argent), «ценность» (valeur), «фонды» (fonds), «имущества» (biens), «деньги» (pécunes), «главное» (principal), «добро» (avoir), «достояние» (patrimoine)» [11].

Для данных дефиниций характерная следующая сентенция - чем больше капитал, тем влиятельнее человек; чем больше капитал, тем богаче и благополучнее человек. Очевидно, что данные утверждения представляют собой кредо современного капиталистического общества. Теперь необходимо обосновать наш метод исследования, ибо в методе, как писал Гегель, резюмируется вся философия.

При изучении социальных явлений всегда необходимо учитывать тот факт, что субъектом и объектом исследования выступают живые люди, имеющие способность мыслить, а восприятие одних и тех же фактов бытия отдельными индивидуумами и их группами может отличаться, а, следовательно, их реакция на одинаковые явления тоже будет различна. Это создаёт сложность для обобщения – того, чем занимается любая наука.

В экономической науке разница в восприятии явлений определяет факт гетерогенности поведения экономических агентов, что особенно наглядно видно в случае с финансовыми рынками. Кроме того, наука изучает ту сторону общественных отношений, которая имеет дело с разумом человека. Но помимо разума живой человек обладает ещё и эмоциями, которые возникают в глубине человеческого естества и направляются общей культурой общества вокруг. Об этой стороне общественных отношений наиболее полно говорит дисциплина под названием «история эмоций», широко рассмотренная, например, в трудах российского учёного А. Зорина [23].

Для определения философской сущности капитала мы предлагаем использовать нарративно-интенционный метод как частную разновидность

метода генеалогии и деконструкции. Данный метод предполагает изучение интенций (намерений), выраженных в определённых нарративах (историях, рассказах), которые, распространившись и «завладев умами», начинают реализовываться в материальной жизни человека и общества. Данный подход *in spe* является междисциплинарным; он довольно распространён в других отраслях гуманитарных исследований – в истории (А. Тойнби, П. Рикер, Р. Макмюллен), социологии (А. Шюц, Р. Бергер и Р. Квинни), теории литературы (В. Пропп, Р. Брукс), психологии (Ж. Лакан, З. Фрейд, Ж. Брунер).

Экономисты совсем недавно стали использовать инструментарий нарративного анализа, в основном, применительно к теории поведенческих финансов. Однако приверженцы данного метода фокусируются именно на нарративном аспекте: изучении текстов (вербальных историй), влияющих на общество. Мы настаиваем на том, что такой фокус может быть не всегда достаточным, так как зачастую люди делают поступки, имеющие колоссальное значение для мировой экономики и истории, никак не высказывая их, и не фиксируя на бумаге, и ничем, по-видимому, не вдохновляясь. Например, решение одного крупного управляющего активами в глобальном инвестиционном фонде может спровоцировать панику на международных финансовых рынках, тем самым подрывая основы стабильности благосостояния инвесторов и ограничивая предпосылки экономического процветания обществ. Примером может служить случай со старшим трейдером сингапурского отделения английского банка «Бэрингз» Ником Лисоном, результат операций которого по официальной версии привёл его работодателя к банкротству [33]. От действия тех или иных участников мировой экономики зачастую зависит конъюнктура конкретных рынков. Так, эксперты считают обвал цен фьючерсов на серебро 20 мая 2013 года следствием спекулятивных действий инвестиционных фондов и глобальных банков [43].

Конечно, Давид Юм утверждал: «...что зависит от малого количества человек следует, в большой степени, приписать случаю, тайне или

неизвестными причинами; что происходит от большого количества людей может быть часто объяснено определёнными и известными причинами». Поведение отдельных личностей и их влияние на историю почти всегда исключительны и их изучение необходимо оставить сторонниками подхода Томаса Карлейла. Поведение толпы, массовость экономических явлений вполне может быть предметом изучения для экономистов. История изобилует примерами «массовых помешательств» в экономической сфере, становящихся причинами стремительных взлётов и падений состояний. Миссисипский план, тюльпаномания, «Компания Южных морей», золотая лихорадка [36], совсем недавно волатильность на рынке криптовалют – философски и психологически явления одного порядка.

Что же следует считать интенцией и нарративом?

Нарратив – фактически рассказ, повествование, способ сообщения о событиях, объединяющий сознание, язык, бытие, время, человека и окружающий мир. Данное понятие используют философы-постмодернисты, считая нарративное изложение основой существования научного социально-гуманитарного дискурса. Одной из форм нарратива является миф. Миф в широком смысле, по А.Ф. Лосеву, есть «в словах данная чудесная личностная история» [35]; подлинную реальность в этом отношении можно считать мифом. Так, человек живет нарративами, мифами, формируя через них своё понимание реальности. Нарратив – способ осмысления бытия, форма выражения понимания. Очевидно, что господствующий в умах нарратив, эта преобладающая мысль, которая есть продукт, представление и контекстуализация опыта и персонального знания отдельных членов общества, влияет на исторический процесс. Например, американский психолог Т. Сарбин называл эмоции «нарративными образованиями» [125].

Изучение нарративов может мыслиться как приложение метода деконструкции в понимании французского философа Жака Дерриды. Деконструкция, предметом анализа для которой становится письмо (текст), раскрывает первичные установки философии, которые, в свою очередь, есть

базис для всех прочих постулатов и границ. «Всё есть текст», - считает Деррида. «Всё есть нарратив», - говорим мы. В основе же нарративов лежат интенции. Собственно, данное утверждение является предпосылкой всего метода нашего исследования, так как мы полагаем, что достижение понимания смысла явлений зависит от понимания движущих ими сил и инстинктов.

Интенция – центральное зерно идеи, которая самоактуализируется в нарративе и может быть воплощена в жизнь. Дерево узнается по плодам, так и интенция узнается по нарративу, а нарратив узнается по действию, что показано на рисунке А.1.

Интенция —————> Осознанная идея —————> Нарратив —————> Действие

Источник: составлено автором.

Рисунок А.1 – Логика человеческих решений через призму нарративно-интенционного метода

Понятие *intentio* встречается у арабских философов и средневековых схоластов. Фома Аквинский употребляет его для описания свободного нравственного акта воли наряду с понятием *electio* (выбор). Фокус на намерения человеческого духа – этап развития общественной мысли, который Ф. Ницше связывал с упадком античной культуры и распространением христианства.

Интенция – суть исходная точка интенциональности, т.е. свойства человеческого сознания, быть направленным на что-либо. Интенциональность в современной философии находит своё место в воззрениях Brentano и Husserl, и как «основной характер сознания вообще» [20], «сознание-о» имеет в своей основе субъективную компоненту.

В нашем понимании, именно намерение (замысел) в смысле устойчивой убежденности (даже веры) должны также стать предметом для изучения в рамках гуманитарных дисциплин, так как интенция, существуя вне зависимости от объекта, на который она направлена, сама в себе несёт мотив

к действию, несмотря на так называемые условия объективной реальности. Практика торговли на финансовых рынках свидетельствует о том, что зачастую трейдеры и инвесторы могут совершать сделки вопреки реальным условиям – цене актива, общей динамике рынка, объемам торгов и прочему. Интенция в широком смысле – характеристика этоса.

Не будем вдаваться в споры о феноменологии, истинности опыта познающей личности и значительности нарративов в виде текстов – такой задачи перед нами не стоит. Мы подчеркнём, что изучение интенций и нарративов есть фундаментальное наличие (субстанция, сущность, факт) западной философии, и данный метод вполне может быть применён и уже применяется экономистами.

В экономической науке ярким представителем нарративного подхода является Роберт Шиллер. «Чтобы понять, как функционирует экономика и как ею эффективно управлять, следует обратить внимание на иррациональное начало, которое стоит за нашими мыслями и чувствами,» – пишет экономист [7, с. 23]. Не так просто доказать связь конкретного нарратива и конкретного экономического явления, однако, как показывает Роберт Шиллер, есть вполне достоверные эксперименты, демонстрирующие влияние нарратива на поведение людей в сфере маркетинга, журналистики, образовании, филантропии [126].

Для того, чтобы выявить интенции и факторальные нарративы применимо к капиталу, следует обратиться к тому, что мы уже знаем и можем анализировать: наследию мыслителей прошлого. Но прежде необходимо заметить, что они при изучении данного феномена неизменно исходили из своего общего представления о мировой истории и общественных отношениях. В таблице А.1 приведена сравнительная классификация важных, с нашей точки зрения, позиций различных мыслителей и теоретиков касательно феномена капитала.

Таблица А.1 – Классические теории капитала

Мыслители	Школа	Особенность	Подход
А. Монкретьен, Ж. Кольбер, Т. Ман	Меркантилизм	Идея приращения национального богатства через торговый обмен	Узкий
Ф. Кенэ	Физиократы	Идея приращения национального богатства через производство	Узкий
А. Смит, Д. Рикардо	Классическая	Концептуальное единство экономической науки, капитал как реальные блага	Узкий
К. Менгер, Л. Вальрас, А. Маршалл, У. Джевонс	Неоклассическая (маржинализм)	Математический инструментарий	Узкий
Дж. Кейнс	Кейнсианство	Капитал как фонды и сбережения, стоимость капитала и экономические ожидания	Узкий
О. Бём-Баверк, Л. Мизес, Ф. Хайек, М. Ротбард	Неоклассическая (австрийская школа)	Временная структура и полезность капитала	Узкий
И. Фишер	Неоклассическая	Временная стоимость денег; капитал как генерация потока услуг, приносящих доход	Узкий
К. Маркс, Ф. Энгельс	Марксизм	Капитал как общественная категория, экономический детерминизм	Широкий
Р. Гильфердинг, Дж. Гобсон, В. Ленин	Видоизменённый марксизм	Финансовый капитал	Широкий

Источник: составлено автором.

Хотя представители марксистской школы внесли значительный вклад в анализ сущности отношений при капиталистической экономике, в нашем понимании, их труды можно использовать, только имея в виду их главный

недостаток. Он заключается в том, что марксисты недооценивают человеческий фактор, фактор личности в историческом процессе. Это неверно. Мы полностью согласны с Герценом, который писал: «Отчасти лица не виноваты, они родились под тяжким фатумом, они образовались из негодной среды, они воспитались на гнилой почве. Люди, кроме исключительных явлений, служат невольными и по большей части искаженными проводниками тех начал, которые уже даны; тем не менее мне бы не хотелось их освободить от всякой ответственности. Освободить людей от ответственности значит их не уважать, не принимать их за серьезное. Покрывать все действия человеческие широкой амнистией исторической необходимости - очень легко, но с тем вместе эта значит утратить достоинство личности и лишит историю всего драматического интереса» [13].

Кроме того, мы считаем необходимым упомянуть новые подходы к пониманию феномена капитала, так как с точки зрения нарративного подхода можно проследить закономерности классических и современных теорий при существенном изменении формы экономических отношений.

Так, идеолог постиндустриализма Дэниэл Бэлл вводит в оборот понятие человеческого капитала как совокупности полезных знаний, умений, здоровья, физических способностей и прочих атрибутов человека. Человеческий капитал, по мнению Бэлла, станет определяющим фактором при распределении власти и богатства (т.е. капитала как экономической формы власти) в постиндустриальном обществе [84].

Существует понятие социального капитала как выражение общественных связей и общественного влияния личности. Данному аспекту еще недостаточно уделено внимания в зарубежном и российском гуманитарном дискурсе, и мы оставляем вопрос открытым для будущих исследований. Заметим только, что в эпоху цифровизации экономики и бума монетизации социальных сетей через появления феномена SMM (social-media marketing), – например, популярных блогеров – роль социального капитала,

особенно виртуального, в общественной природе капитала как такового будет расти.

Как следует из приведенной таблицы А.1, теоретики капитала могут быть помещены в две большие группы – те, кто рассматривает капитал в широком смысле, и те, кто рассматривает капитал в узком смысле.

С точки зрения узкого подхода, капитал является конкретной формой экономических отношений, материальной и нематериальной, имеющей определенные характеристики, социальную окраску и используемой для самовозрастания (получения дохода).

Капитал, с точки зрения широкого подхода, представляет собой общественную категорию. Прежде, чем дать развёрнутое определение, мы считаем необходимым изложить наше понимание общественных отношений вообще. Любое общество является объединённой чем-либо (среда обитания, язык, культура, хозяйство и прочее) группой людей, в которой при этом всегда остаётся противоречие: между личностью и интересами отдельного человека и самой группой. Одной из экспликаций данного противоречия, очевидно, следует считать вопрос о природе власти. В этом аспекте мы придерживаемся натуралистического подхода, описанного в трудах Н. Макиавелли, Т. Гоббса, Ж.-Ж. Руссо, Дж. Локка. Следовательно, мы полагаем, что, во-первых, различия между людьми существуют в силу самой природы человека; во-вторых, данные различия с течением времени как следствие воплощённых актов воли создают разделение между людьми в разрезе вопроса власти на две группы – тех, кто господствует, и тех, кто подчиняется. Первую группу мы предпочитаем называть «знатью» (элита), вторую – «простонародьем» (народ).

Знать (элита) пользуется привилегиями в обществе, источником же привилегий выступает простонародье (народ). Отношения между знатью и простонародьем могут быть различны в силу особенностей народов и эпох. Вопрос привилегированности – суть характеристика данных отношений, и все

стороны общество носят на себе ее отпечаток – политика, экономика, культура и прочее.

С экономической точки зрения привилегированность фиксируется владением собственностью. Французский историк Жак Ле Гофф, изучая роль денег в Средневековье, прекрасно описал диалектику экономической сферы по вопросу богатства и имущества: в период с IV в. до конца XII в. преобладало социальное противопоставление сильных и слабых, «*potentes et humiles*» – имущество следовало за силой; с XII в. до конца XV в. акценты сместились в сторону противопоставления богатого и бедного, «*dives et pauper*», которое с развитием капиталистических отношений под действием научно-технических и буржуазных революций только усилилось [30].

Так, капитал в широком смысле есть общественная категория, означающая имущественное выражение привилегий, причастность к знати в экономическом смысле, непосредственный атрибут власти, направленный на самовозрастание. Капитал – инструмент в руках его владельцев, которые могут им пользоваться исходя из своих целей; данные цели формируют интенции капитала, что для экономической сферы определяет вектор развития конкретных форм экономических отношений – денег, валютного курса, цены, ценности товаров и услуг и так далее.

Таким образом, широкий подход добивается постижения эссенции капитала, а узкий подход говорит об его экзистенции.

Однако перейдем непосредственно к применению нашего нарративно-интенционного метода. На практике данный метод сводится к следующему: изучаемым нарративом является какой-либо текст, литературный источник, посвященный в нашем случае феномену капитала либо капитализму вообще; анализ источника позволяет синтезировать и сформулировать интенцию.

Одним из очевидных нарративов капитализма является книга М. Вебера «Протестантская этика и дух капитализма». Философ сам изучает нарративы, сочинённые Бенджамином Франклином, Якобом Фуггером, Фердинандом

Кюрнбергером и прочих мыслителей и делает заключение: «Радость и гордость капиталистического предпринимателя от сознания того, что при его участии многим людям «дана работа», что он содействовал экономическому «процветанию» родного города в том ориентированном на количественный рост населения и торговли смысле, который капитализм вкладывает в понятие процветания, – все это, безусловно, является составной частью той специфической и, несомненно, «идеалистической» радости жизни, которая характеризует представителей современного предпринимательства». И далее: «Создается впечатление, что развитие «капиталистического духа» может быть легче всего понято в рамках общего развития рационализма и должно быть выведено из его принципиального подхода к последним вопросам бытия» [146]. Так, Вебер указывает на волеизъявление капитала к расширению деятельности, получению пользы – самовозрастанию.

Господствующую в капиталистическом («мещанском») обществе интенцию прекрасно выразил русский мыслитель Александр Герцен: «Вся нравственность свелась на то, что *неимуций должен всеми средствами приобретать, а имуций – хранить и увеличивать собственность*; флаг, который поднимают на рынке для открытия торга, стал хоругвию нового общества. Человек *de facto* сделался принадлежностью собственности; жизнь свелась на постоянную борьбу из-за денег» [14].

Примечание – Здесь понятие нравственности можно и следует понимать не столько в отношении морали и моральных чувств, сколько в свете уважения к традициям предшественников и началам того общества, в котором человек живет. Аналогичная позиция встречается у французского мыслителя Гюстава Лебона.

Современник М. Вебера, философ В. Зомбарт значительную часть своих трудов посвятил осмыслению капитализма, издав книги «Генезис капитализма», «Современный капитализм», «Евреи и хозяйственная жизнь», «Буржуа», «Торгаши и герои». Немецкий философ резюмирует: «Торгаш и герой – вот они, две великих противоположности, два полюса всякой людской ориентации на этом свете. Торгаш, как мы видели, подступает к жизни с

вопросом: что ты, жизнь, в состоянии мне дать? Он хочет брать, хочет выменять для себя как можно больше, дав взамен как можно меньше, хочет заключить с жизнью выгодную сделку. А стало быть: он беден. Герой подступает к жизни с вопросом: что, жизнь, могу я тебе дать? Он хочет дарить, хочет расточать себя, жертвовать собою, не требуя воздаяния. А стало быть: он богат. Торгаш говорит только о «правах», герой – только об обязанностях, которые он имеет. И даже выполнив свой долг, он хочет отдавать себя снова и снова» [148]. Говоря о торгашах, Зомбарт имеет в виду, в первую очередь, английских предпринимателей – главных носителей капиталистических ценностей, двигателей международной торговли и движения капитала в XIX веке.

Из современных авторов довольно серьезное внимание данной проблеме уделил д.э.н., профессор Катасонов В.Ю. в работе «Капитализм: История и идеология денежной цивилизации». Русский мыслитель выделил ключевые социально-экономические и политические признаки капитализма, «денежной цивилизации». Приведём главные: 1) «стремление части общества к накоплению богатства, при этом накопление богатства превращается в цель жизни для представителей этой части общества»; 2) «деятельность по накоплению богатства в обществе представляет собой не единичные случаи, а носит массовый характер»; 3) «для части людей богатство становится конечной целью, самоцелью», «для очень небольшой группы людей богатство выступает средством по достижению цели господства (власти) над всем обществом» [25, с. 21–22].

Психологию капиталистического общества довольно чётко описал один из основоположников институционального направления экономической теории Т. Веблен: «Основа, на которой в конечном счёте покоится хорошая репутация в любом высокоорганизованном обществе, – денежная сила» [147]. Вместо «денежной силы» справедливо было употребить слово «капитал».

Французский экономист Тома Пиккети исследовал противоречия капитализма в фокусе вопроса имущественного неравенства. В своём главном

труде «Капитал в XXI веке» он показал, что концентрация богатства – это следствие превышения доходности капитала над уровнем экономического роста, так как в этом случае владельцы капитала присваивают львиную долю выгод от экономического обмена по сравнению с владельцами рабочей силы. Пиккети резюмировал, что будущий облик мировой экономики будет формироваться преимущественно наследственным капиталом, который стремится концентрироваться и концентрируется. В самом тексте книги французский экономист в доказательство своих выводов помимо статистических выкладок приводит примеры из нарративов прошлого – произведений О. Бальзака, Г. Джеймса и Дж. Остин [191].

Экономика, как природа и история, сами по себе никуда не идёт и ничего сама не желает, но «готова идти всюду, куда ей укажут, если это возможно». Конечный облик экономики складывается из многочисленных факторов, а если говорить совсем прямо, то из многочисленных устремлений и действий людей, которые будучи объединяемы общей идеей, начинают быть движущей, рулевой, силой общественного процесса. Понять мотивы людей – значит понять начала тех или иных процессов.

Примечание – Применимо к распространению идей, формирующих общественную жизнь, Роберт Шиллер употребляет выражение «to go viral», то есть «разойтись, стать очень популярным».

Так, резюмируя вышеприведенные источники, мы утверждаем, что капитал – экономическое проявление отношений власти-подчинения, господства-рабства, независимости-зависимости.

Бытие человека (здесь мы имеем в виду массу, а не личность) в капиталистическом обществе подчинена вполне определенной интенции, – сохранению и приращению капитала, – которая имеет различные формулировки. Экономический рост, концепция всеобщего благосостояния, феномены риска и доходности в инвестициях, принципы делового администрирования, финансовое и экономическое образование – всё, что имеет отношение к экономике, подразумевает конкретную интенцию.

Апофеоз интенции капитала к сохранению приращению имеет место быть в сфере, которая, возможно, именно по этой причине, занимает доминирующее положение в мировой экономике, – это сфера международных финансов. Известный публицист, бывший синдикатный менеджер инвестиционного банка Salomon Brothers, Джон Лефевр в книге «Прямо в ад» пишет: «Исходя из моего опыта, Уолл-Стрит привлекает людей с определённой ментальностью. Затем их берут, ломают и формируют заново с тем, чтобы они соответствовали единственной цели – зарабатывать деньги» [116].

Сохранение и самовозрастание – единая интенция капитала в мировой экономике, характеризующая природу многих экономических явлений.

С этой точки зрения следует рассматривать любые дисбалансы, в том числе, глобальные дисбалансы мировой экономики, как следствие абсолютизации тех или иных интенций, которые эпидемически распространяются в социально-экономической сфере, влияя тем или иным образом, в зависимости от своей глубины и силы, на исторический процесс. Примеры злоупотреблений интенциями, т.е. переходом интенций в действия, которые становятся проблемой, помещены в таблицу А.2.

Таблица А.2 – Исторические примеры интенций, их злоупотреблений и проявлений в общественной жизни

Интенция	Нарратив	Форма злоупотребления	Проявление
Идея материального благополучия	Экономическая теория, «экономикс»	Религия денег, золотой телец, жажда наживы	«Кризисы капитализма»
Идея социальной справедливости	Например, «Манифест коммунистической партии», журнал «Глоб»	Революционный террор	Буржуазные и коммунистические перевороты
Идея консервативного развития	«Русский вестник»	Политика «подмораживания», застой	Черносотенное движение

Источник: составлено автором.

Удивляясь данному факту, Герцен с сожалением писал: «Мудрено ли, что с таким освещением самые простейшие, обыденные предметы сделались при схоластическом объяснении совершенно непонятными. Может ли, например, быть факт доступнее всякому, как наблюдение, что чем человек больше живет, тем имеет больше случая нажитья; чем дольше глядит на один предмет, тем больше разглядывает его, если ничего не помешает или он не ослепнет? И из этого факта ухитрились сделать кумир прогресса, какого-то беспрерывно растущего и обещающего расти в бесконечность золотого тельца» [14].

Мы убеждены, что исследование международного портфельного инвестирования может и должно проводиться как частный случай приложения теории субъекта-объекта. Подход, который мы предлагаем для изучения отдельной сферы экономических отношений, активно перекликается с тем, что предлагает современная теория международных отношений. Так, в соответствии с новым пониманием общественного развития в мировой истории изучается не только субъект, взгляды и интересы которого формируются знанием, но и объект (например, вопрос сохранения и приращения капитала), который определяет ландшафт для деятельности международных субъектов [81].

Если рассуждать ещё более общо, то в интенции капитала к сохранению и приращению усматривается глубинное стремление человека к жизни, к бытию, к истине, которое неотъемлемым образом проходит через все сферы человеческого существования, в том числе науку. Об этом глубинном стремлении человека к жизни и чистой истине писал немецкий философ Карл Ясперс, объединяя феномены и идеи других выдающихся мыслителей прошлого – Кьеркегора, Маркса и Ницше [51, с. 102]. Поэтому, на наш взгляд, капитал является настолько витальным феноменом человеческой жизни, ибо силы к реализации своей основной интенции он черпает в неосознанном, невербальном инстинкте каждого человеческого существа продолжать свою жизнь самым жизнеспособным способом из возможных.

Что касается портфельных инвестиций, то они являются формой реализации интенции капитала к сохранению и приумножению, что благодаря существованию рынка ценных бумаг происходит наиболее простым и технологичным способом. С точки зрения нарративно-интенционного подхода, будучи формой движения капитала, ценные бумаги и биржевой оборот также подчиняются интенции сохранения и приумножения. Российский экономист Миркин Я.М., цитируя В. Зомбарта, пишет: «Ценные бумаги, биржа, биржевая игра будут представлены в качестве отражения «спекулятивного духа», являющегося «формой проявления капиталистического духа»; акционерное общество как новая – капиталистическая – форма предприятия, в котором «на место страха», вместо «внешних принудительных средств» в качестве движущей силы ставится надежда, возбуждение фантазии, «могучих инстинктов» быстрого приобретения» [2, с. 23].

Приложение Б
(информационное)

Система регулятивных институтов в мировой экономике

Таблица Б.1 – Система регулятивных институтов в мировой экономике

Группа	Институт
Межправительственные универсальные организации	Система ООН (включая специализированные организации: МВФ, МБРР, ВТО, ЮНКТАД и др.)
Межправительственные организации регионального и межрегионального характера	ЕБРР, ОЭСР, АБИИ и др.
Международные организации, функционирующие в отдельных сегментах мирового рынка	Например, ОПЕК, Международное соглашение по олову и др.
Полуформальные и неформальные объединения	Группа 7/8, Группа 20,
Различные торгово-экономические, валютно-финансовые и кредитные, отраслевые и специализированные экономические и научно-технические организации	Например, ЮНИДО, ВОИС, ФАО, МАГАТЭ
Эмиссионные институты	Центральные банки развитых и развивающихся стран (ФРС США, ЕЦБ, Банк Англии и др.)

Источник: составлено автором.

Приложение В (информационное)

Общие принципы современных операций центральных банков

Сфера ответственности центральных банков в развитых странах сводится к реализации следующих функций. В первую очередь, они отвечают за реализацию денежно-кредитной политики. Вторым важным направлением деятельности центральных банков является банковское регулирование и банковский надзор, в том числе, регистрация и лицензирование кредитных организаций, осуществление пруденциального надзора и инспектирование кредитных организаций. Третьим пунктом можно выделить организацию системы платежей и расчетов. В-четвертых, центральные банки отвечают за реализацию мер валютной политики, валютного регулирования и валютного контроля. В-пятых, центральные банки действуют в сфере государственных финансов, выступая в роли агента Правительства.

На наш взгляд, ключевой функцией центральных банков можно считать проведение монетарной политики как процесс управления денежным предложением для продвижения экономических целей. Так, сущностным воплощением данной функцией, по Милтону Фридману, является совокупность операций центральных банков в сфере эмиссии валюты, как в наличной, так и безналичной форме [58].

Следует отметить, что современная экономическая мысль не имеет единого подхода к описанию операций центральных банков. Так, неоклассическая школа не рассматривает операции центральных банков в единстве с моделями образования цен на финансовые активы. Представители неоклассической школы уделяют основное внимание стратегии монетарной политики, а не системе функционирования ежедневных действий в виде, например, предоставления кредитов овернайт коммерческим банкам. Кроме того, весьма скупо описывается механизм создания кредитных денег и квазиденег внутри системы коммерческих банков.

Многие исследователи деятельности института центральных банков также обходят стороной вопрос таргетирования резервов и денежных агрегатов, фокусируясь исключительно на величине процентной ставки. Такой подход можно считать весьма узким, как показывает бывший глава секции управления ликвидностью ЕЦБ Ульрих Биндсейл [86].

Методика исследования своим исходным пунктом имеет точку зрения портфельного управляющего, который распределяет денежные средства в различные активы, цены которых может быть подвержена напрямую или косвенно действиями центральных банков. Наш подход не подразумевает подробного описания широкого спектра активности центральных банков, тем более, мы не ставим себе задачу описания технической стороны исполнения тех или иных операций, например, процесса таргетирования доходностей на краткосрочном рынке казначейских облигаций Федеральной резервной системой США. Наша задача стоит скорее в выявлении поведенческих закономерностей участников финансовых рынков на международном уровне в ответ на действия центральных банков. Наше исследование ограничивается описанием общих принципов активности центральных банков без уклона в чрезмерную специализацию.

Во-первых, необходимо отметить, что большая часть операций центральных банков приходится на поддержание функционирования национальной системы платежей, которая является сердцевинной экономической жизни как национальной, так и мировой экономики. Так, Совет управляющий ФРС США отмечает, что надежная платежная система «критически важна для экономического роста и стабильности нации». Так же и известный российский экономист, председатель правления НП «НПС» д.э.н., профессор Обаева А.С. считает, что национальная платежная система является одним из «ключевых компонентов финансовой инфраструктуры экономики», определяющих общий денежный спрос и уровень доверия к национальной валюте [73]. К этому аспекту может быть так же отнесена сфера ответственности, связанная с управлением центральным банком банковскими

обязательными резервами. Центральные банки ежедневно совершают ряд операций, которые призваны обеспечивать наличие ликвидности в банковском секторе для проведения платежей. Среди таких операций можно выделить прямые овердрафты по счетам коммерческих банков в центральном банке (при требовании к наличию резервов), залоговые овердрафты, внутрисуточные операции РЕПО, кредиты овернайт. ФРС США предоставляет финансирование овердрафт ежедневно на сумму в диапазоне от 36 млрд долларов до 116 млрд долларов [96].

Однако данные операции можно характеризовать как поддерживающие. Их направление, в конечном счете, зависит от стратегического направления монетарной политики, поэтому такие операции можно считать лишь инструментом, который может оказать влияние на международные финансовые рынки, но не как исходную причину.

Что касается денежного (банковского мультипликатора), то имеется несоответствие теории данного концепта с его применением на практике. Так считается, что центральный банк может влиять на денежную массу посредством изменения денежной базы, увеличивая или уменьшая норму обязательного резервирования. Денежная база состоит из наличных денег (национальной валюты) и резервов коммерческих банков. Наличные деньги вводятся в обращение, по крайней мере в развитых странах, вследствие прямого спроса со стороны клиентов коммерческого банка, то есть данный компонент денежной база определяется исходя из рыночных условий [99]. Резервы же, как отмечалось выше, используются центральным банком для обеспечения нормального функционирования системы расчетов, потребность в которых опять же определяется коммерческими банками исходя из экономических условий. Весьма сомнительно, что центральному банку следует использовать свою власть для давления на рынок с точки зрения резервных требований. На практике единственным инструментом, позволяющим регулировать денежную базу является процентная ставка. С одной стороны, это процентная ставка, которую платит центральный банк на

остатки по счетам коммерческих банков, с другой – penalty-ставка, которую банки платят за «автоматические» ссуды от центрального банка, которые выдаются для ликвидации разрыва между резервами, требуемыми и действительными [114].

Отметим, что центральные банки в разных странах предлагают разные условия относительно начисления процентов по имеющимся у них резервам коммерческих банков. Так, например, Резервный Банк Австралии платит на 25 базисных пунктов меньше, чем ставка овернайт по положительному салдо на обменных счетах. В США и Японии исторически центральные банки предлагают нулевую доходность по резервам, что фактически может позволять рыночной ставке опускаться до нуля в случае неосуществления поддерживающих операций.

Европейский центральный банк предлагает 2 стандартных ставки: ставка маржинального кредитования (Marginal Lending Facility – MLF) и депозитная ставка (Deposit Facility). Обе ставки начисляются овернайт и используются коммерческими банками для управления своей ликвидностью. По депозитной ставке, которая обычно ниже рыночной, ликвидность изымается, по ставке MLF, которая находится на отметке выше рыночной, ликвидность предоставляется коммерческим банкам. Следует отметить, что данные операции проводят в том случае, если коммерческий банк по той или иной причине не имеет доступа к рынку межбанковского кредитования. Данные ставки представляют собой фактически диапазон, в котором могут находиться рыночные процентные ставки [92].

В данном смысле центральный банк определяет для себя желаемую цель по процентной ставке исходя из своих представлений о состоянии экономики, а затем проводит операции на открытом рынке. И никак наоборот. Поэтому на практике управление резервами коммерческих банков является инструментом таргетирования краткосрочной процентной ставки, в том числе, когда центральный банк начисляет проценты на избыточные резервы овернайт, либо

позволяет снижаться процентной ставке на межбанковском рынке до нулевого уровня (как, например, в Японии).

Из этого следует, что центральные банки стран-эмитентов резервных валют фокусируются исключительно на определении краткосрочных процентных ставок, что напрямую не позволяет им контролировать денежное предложение, как это описано у авторов экономической школы мейнстрим.

Так, профессор Билл Митчелл, представитель Современной Монетарной Теории (Modern Monetary Theory) считает, что денежное предложение определяется спросом со стороны участников рыночных отношений, в ответ на увеличение которого коммерческие банки создают кредитные деньги [158]. Создание коммерческими банками резервов не влияет на способность банков выдавать кредиты. Денежное предложение сокращается, когда кредит полностью погашается. Деятельность центральных банков по таргетированию краткосрочной процентной ставки влияет на альтернативные издержки для коммерческих банков по привлечению источников финансирования своих активов. А стоимость источников финансирования коммерческих банков определяет способность и стоимость кредитования участников рынка, которая зависит, в свою очередь, от общих экономических и внеэкономических условий. Наличие ликвидности в экономике, то есть в большей мере кредитных денег, напрямую влияет на финансовые рынки, так как участники экономических отношений находятся в поиски наиболее эффективного использования временно свободных денежных средств. Поэтому главной целью центральных банков необходимо считать обеспечение слаженного функционирования системы расчетов, к которой в широком смысле можно отнести и обеспечение национальной, а в случае с резервными валютами и мировой экономики, ликвидностью.

Таким образом, система банковских резервов в коммерческом банке используется исключительно для функционирования платёжной системы. Динамика резервов зависит от направления монетарной политики, которую устанавливает центральный банк. Количественной выражение монетарной

политики – краткосрочная процентная ставка, для поддержания которой центральные банки совершают операции по управлению ликвидностью (в узком смысле, операции на открытом рынке). Центральный банк использует операции на открытом рынке для изменения уровня банковских резервов, покупая и продавая государственные облигации, для обеспечения краткосрочной процентной ставки в соответствии с декларируемыми целями своей монетарной политики. Квинтэссенцией монетарной политики выступает краткосрочная процентная ставка, которая определяет альтернативные издержки привлечения финансирования для коммерческих банков, что напрямую влияет на способность участников экономических отношений на национальном и международном уровне привлекать ликвидность для своей деятельности, в том числе, инвестирования на национальных и международных финансовых рынках.