

# НЕОБХОДИМОСТЬ СИСТЕМНОГО УПРАВЛЕНИЯ ГЛОБАЛЬНЫМИ РИСКАМИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ

Хмыз О.В.\* (Россия, г. Москва)

*Аннотация.* Несмотря на усилия международного сообщества по минимизации последствий недавнего глобального финансово-экономического кризиса продолжают оставаться нерешенные проблемы, прежде всего, проблема предупреждения глобальных кризисов и проблема глобальных дисбалансов, а также связанная с ними институциональная проблема – участия частных институциональных инвесторов в зарождении и распространении кризисных явлений практически по всему миру. Располагающие огромными средствами, институциональные инвесторы (прежде всего хеджевые и пенсионные фонды) способны своими массированными спекулятивными операциями привести финансовый мир к новому кризису.

Последний из глобальных финансово-экономических кризисов удаляется все дальше, но уроки из него продолжают извлекаться до сих пор. Остались и нерешенные проблемы, в т.ч. те, над решением которых международное финансовое сообщество работало с той или иной степенью эффективности. Среди таких проблем и проблема предупреждения глобальных кризисов, и проблема глобальных дисбалансов, и множество других, в т.ч. непосредственно связанная с указанными институциональная проблема, ведь именно институциональные инвесторы, прежде всего, инвестиционные и коммерческие банки, а также инвестиционные и хеджевые фонды способствовали возникновению кризиса 2007–2008 гг. и передаче рисков и негативного воздействия во многие страны мира. Показатели инвестиционной, кредитной активности, рентабельности деятельности и капитализации институциональных инвесторов (прежде всего банков) резко упали во многих странах. Целый ряд имевших мировое значение крупнейших американских и европейских кредитных институтов, страховых компаний, пенсионных и даже хеджевых фондов, понеся огромные убытки, оказался на грани банкротства. Но многие из них не просто «выжили», но и заработали на кризисной волатильности.

Сегодня институциональные инвесторы продолжают победно шествовать в международных финансах и на мировом финансовом рынке, расширяя сферу приложения своих капиталов, ее географию и инструментарий, во главу угла ставя максимизацию прибылей. Такая модель поведения уже не раз приводила к возникновению и распространению кризисных явлений – в т.ч. массового и глобального порядков, безудержными спекуляциями подрывая устои рыночной экономики и приводя к вовлечению в кризисные процессы практически всех стран мира, вызывая коллапс финансовых рынков, – будь то сегменты кредитных дефолтных свопов, обеспеченных долговых обязательств или иные. Ибо в современной глобальной экономике финансового типа практически любое изменение в системе международных финансов в значительной степени негативно отражается на реальном секторе [1, с. 143], ведь сегодня он не просто связан с глобальными финансовыми процессами, а фактически подчиняется им.

Ранее (еще в середине прошлого века) процессы интернационализации экономики затрагивали в основном отдельные государства, создавая трансграничные торговые связи и интенсифицируя их, с упором на консолидацию внутринационального хозяйства. В то время процессы интернационализации финансового капитала следовали за процессами интернационализации реального сектора, промышленности и торговли, т.е. отставали от них. И завоевание рынков других стран начиналось с проникновения на них товаров, а уже затем приходили банки. Современная финансовая глобализация работает по-иному: сначала в страну приходит финансовый (в т.ч. банковский) капитал, обеспечивая базу для прихода реального и промышленного, ведь международные финансовые потоки сегодня намного превосходят все иные. [2, с. 40–41] В результате быстрого и опережающего развития финансового сектора мировой

---

\* Хмыз Ольга Васильевна, к.э.н., доцент, Московский государственный институт международных отношений (Университет).

экономики они отрываются от процессов, происходящих в реальном секторе экономики, одновременно усиливаются его спекулятивность и волатильность. В результате сегодня динамика курсов финансовых инструментов, прежде всего, производных, во все меньшей степени опирается на реальную стоимость лежащих в их основе реальных активов (той же недвижимости [3, с. 50]), что способствует повышению степени волатильности мирового финансового рынка. Повсеместное развитие информационных технологий так же приводит к расширению информационных потоков, с одной стороны, развивая электронную торговлю и тем самым способствуя развитию международных финансов, повышая их эффективность ввиду минимизации лагов при заключении и проведении операций и повышения скорости реагирования на новости. С другой стороны, содействуя и возникновению, и распространению паники на основе этих же новостей, информация в которых может быть конъюнктурного характера или даже не вполне верной. А ведь она, практически моментально попадая на финансовые рынки разных стран (одновременно большого их числа), может оказать дестабилизирующее влияние и способствовать переносу кризисных явлений. Трансграничный перенос таких рисков затрагивает и благосостояние населения, так же, с одной стороны, имеющего возможность воспользоваться возможностями, предлагаемыми зарубежными финансовыми рынками, а с другой – подвергающегося негативной стороне нарастающей взаимозависимости финансовых рынков разных стран. [4]

Соответственно структуре институциональных инвесторов и секторов экономики каналы распространения глобальных рисков в международных финансах традиционно можно было классифицировать на банковский, фондовый и валютный. [5, с. 5–6]

Ранее, как и другие, банковский канал был внутрискановым, нестабильность в банковском секторе какой-либо страны распространялась на другие секторы, кризис неплатежеспособности банковских заемщиков приводил к ухудшению ситуации в банковском секторе, а затем и в других. Доступность заемных средств понижалась, а ставки процента росли, тем самым приводя к уменьшению размеров кредитования и даже к банкротствам. Также сокращались и размеры инвестиций, и платежеспособность населения. Сегодня же банковский кризис выходит за пределы своей национальной экономики, вызывая не просто кризис доверия, а трансграничное бегство вкладчиков. В глобальной экономике все виды предпринимательской деятельности «завязаны» на банках, поэтому нестабильность одних банков, во время недавнего глобального финансово-экономического кризиса негативно отразившись на деятельности других кредитных учреждений, потом перешла и на другие секторы экономики, распространяя «инфекцию»,

Аналогично, ранее фондовый рынок, выступая каналом передачи негативных явлений обычно распространял кризис долевых ценных бумаг (акций) по национальному фондовому рынку, затрагивая акционеров и инвесторов, негативно отражаясь на ликвидности банков, инвестиционных компаний и других институциональных инвесторов, т.е. уже выходя за собственные границы, вынося риски за их пределы. Причем ранее этот канал чаще вовлекался на финансовых рынках англо-саксонского типа, но в современных глобальных международных финансах распространение кризисных явлений через этот канал характерно для финансовых рынков всех типов, ибо сегодня на них господствуют институциональные инвесторы. Неравновесия на фондовых и финансовых рынках в целом все чаще перерастают в глобальные «пузыри», крах которых приводит к неблагоприятным последствиям для индивидуальных инвесторов, официальных институтов и даже самих частных институциональных инвесторов, нередко инициирующих подобные явления. Так, во время недавнего глобального финансово-экономического кризиса взаимосвязь ипотечного с иными секторами финансового рынка привела к распространению «инфекции» и на них. В 2008 г. от кризиса пострадали и инвестиционные банки, и коммерческие, ведь они больше других инвесторов вложились в ипотечные бумаги; пострадали и пенсионные, и хеджевые фонды.

Валютный канал передачи «инфекции» чаще всего вовлекается при появлении на валютном рынке дисбаланса в виде чрезмерных колебаний валютных курсов, резких и значительных изменений сальдо платежного баланса, осуществлении спекулятивных атак или конкурентных девальваций, расходовании международных резервов, массивном бегстве капитала из страны. И хотя валютный рынок традиционно представлял интерес лишь для сравнительно небольшой группы институциональных инвесто-

ров (прежде всего, банковского типа), сегодня они все активнее выходят и на этот сегмент финансового рынка – и в целях максимизации прибыли от игры на разнице валютных курсов, и с целью хеджирования своих инвестиций. А на финансовое обеспечение внешнеторговых операций приходится все меньшая доля валютных операций.

Конечно, страновые финансовые рынки все еще не конвергировались полностью, некоторая специфика сохранилась, поэтому и упомянутые и иные связанные каналы распространения кризисной «инфекции» работают с разной нагрузкой, в разной степени перенося кризисные явления из страны в страну. В государствах с преобладанием направленности национальной финансовой системы к континентальной упор приходится на банковский канал, а с англо-американской – на фондовый. Если же в экономике страны преобладает открытость для экспортно-импортных операций, на первое место выходит валютный канал.

Причем сегодня, как уже было упомянуто, они вполне успешно могут совмещаться, что продемонстрировал недавний глобальный финансово-экономический кризис. В наши дни, зародившись в каком-либо сегменте, кризис быстро выходит за его пределы и уже сразу по нескольким каналам распространяется практически по всему миру, неизбежно затрагивая и реальный сектор. Отметим, что все чаще последствия таких кризисов становятся глобальными, т.е. последствия финансовых кризисов серьезнее, чем кризисов реального сектора экономики. [6] В особенности это относится к сфере международных финансов, где к страновым (отраслевым, секторным) каналам, рассматриваемым экономистами в качестве фундаментальных (классифицируемых на торговые и финансовые каналы), неизбежно прибавляются упомянутые информационно-поведенческие каналы. [7, с. 55]

В результате частные институциональные инвесторы все больше превращаются в системно значимые финансовые институты. Прежде всего речь идет о банковских группах. [8, р. 7–8] Ранее на мировом финансовом рынке преобладали отдельные крупные коммерческие или инвестиционные банки, а в посткризисных условиях в результате объединений, слияний и поглощений они превратились в огромные структуры не только по размеру, но и по охвату. Если в 1990 г. пять крупнейших банков США образовывали менее десятой доли по активам, то к 2015 г. их доля уже вплотную приблизилась к половине. [9]

Также повышается и глобальная роль другой группы институциональных инвесторов – страховых компаний, которым ранее уделялось совсем мало внимания. [10, с. 7–8] Вместе с пенсионными и хеджевыми фондами они составляют весомую группу конкурентов традиционным банкам, поскольку в глобальной экономике финансового типа расширяют сферы своей деятельности именно в финансовом секторе, успешно покушаясь на продукты и услуги, ранее предлагавшиеся исключительно банками. В результате, по аналогии с вышесказанным, такие финансовые посредники небанковского типа, располагая целым рядом преимуществ перед банками, могут способствовать улучшению условий финансирования и кредитования реального сектора, но чаще становятся каналами распространения системного риска, в особенности в кредитной сфере, поскольку подвергаются менее жесткому регулированию со стороны государственных органов, чем чисто кредитные институты, в особенности банковского (депозитного) типа.

Поэтому (особенно в текущих условиях ускоренной финансиации мировой экономики) столь важно усиление государственного регулирования финансовых рынков на страновом и глобальном уровнях, а также ограничение высокорискованной деятельности институциональных инвесторов. Так, в целях усиления контроля над ранее нерегулируемыми институциональными инвесторами, сразу после глобального финансово-экономического кризиса специально созданная G20 структура разработала рекомендации нормативов и правил регулирования деятельности целого спектра таких институциональных инвесторов в направлении повышения прозрачности их деятельности и регулирования торговли финансовыми активами. Основными положениями рекомендаций были следующие [11, с. 3]:

- введение обязательной регистрации самих институциональных инвесторов и/или их управляющих (структур);
- регулярная подача ими (их консультантами) отчетов о выполнении организационных и операционных нормативов, появлении конфликтов интересов, раскрытии информации об инвесторах;

- регистрация и надзор за банками и первичными брокерами-контрагентами по привлечению финансирования;
- аккумуляция регулирующими органами прецедентов по работе с такими институциональными инвесторами;
- наделение регулирующих органов полномочиями по обмену требуемой информацией в целях повышения эффективности надзора и выявления системных рисков.

Проблема в том, что эти рекомендации глобальные, не всегда соотносятся с национальными правилами регулирования и внедряются в них довольно медленно, что неудивительно, если учитывать специфику обсуждаемых институциональных инвесторов, тех же хеджевых фондов. Да и на наднациональном уровне проблемы не устранены. Так, тот же Международный валютный фонд, призванный не допускать кризисы, отмечает, что в регулировании посткризисной деятельности институциональных инвесторов в целом достигнут известный прогресс, хотя еще не все меры реализованы, и рекомендует дифференцированный подход к субъектам регулирования – в зависимости от доли привлекаемых ими заемных ресурсов и осуществляемых операций [12, с. 93], что требует разграничения полномочий регулирующих органов. Но такой подход сохраняет возможность трансграничного регулятивного арбитража, т.е. риски глобальной финансовой стабильности от деятельности институциональных инвесторов сохраняются. В результате несмотря на принимаемые меры многие позиции по ужесточению регулирования тех же хеджевых фондов продолжают не быть реализованными, а их роль в управлении активами продолжает нарастать. [13, с. 3]

Поэтому в последующем издании рекомендаций были конкретизированы некоторые показатели, такие как размер активов (СЧА более 500 млн долл.). [14, с. 14, 16] В результате основная масса таких структур (порядка 80%) пришлось на США и Великобританию (порядка 10%), т.е. ведущие развитые государства мира, в силу специфики этих институтов сильно заинтересованные в продолжении их существования и свободе их деятельности.

Таким образом, передовые круги международного сообщества уже начали работу в направлении системного управления глобальными рисками деятельности институциональных инвесторов, были разработаны Закон о реформе Уолл-стрит и защите прав потребителей, внесены изменения в Базельское соглашение по достаточности капитала (банковскому надзору) и др. Но принятых на наднациональном и национальном уровнях мер по регулированию их деятельности явно недостаточно для достижения стабильности международных финансов и поступательного развития мировой экономики. Необходимо усилить и Базельские положения, и регулирование операций, попадающих под правило Волкера. А также пристальнее отслеживать офшорные операции институциональных инвесторов, в особенности пенсионных фондов, ведь на них лежит бремя социальной ответственности, а, значит, и социальной стабильности.

Поскольку в совокупности институциональные инвесторы оказывают системное влияние на мировую экономику и международные финансы, необходимо усиление сотрудничества на международном уровне для повышения качества управления глобальными рисками деятельности институциональных инвесторов на системной основе, ибо глобализация на системном уровне – смена сущности современной мировой валютной системы, ведь распространение глобальных рисков вышло на трансграничный, международный уровень. И, к сожалению, несмотря на многочисленные и порой громкие заявления, риски глобальной деятельности институциональных инвесторов продолжают оставаться высокими, что требует решения этой проблемы и управления такими рисками на глобальном уровне.

## Список литературы

- [1] Мануйлов К.Е. Спекулятивные операции на финансовом рынке // Вестник МГИМО-Университета, 2013. №6. – С. 141–148.
- [2] Handbook of Safeguarding Global Financial Stability: Political, Social, Cultural and Economic Theories and Models / ed. by G. Caprio. – Elsevier, 2013.
- [3] Буркова Ю.А. Основные различия инвестирования в недвижимость в России и за рубежом // Финансовый бизнес, 2014. №5. – С. 48–53.

- [4] Financial Contagion: The Viral Threat to the Wealth of Nations / ed. by Kolb R.W. – John Wiley & Sons, 2011.
- [5] *Pritsker M.* The Channels for Financial Contagion. – Washington DC: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2000.  
URL: <http://siteresources.worldbank.org/INTMACRO/Resources/Pritsker.pdf> (01.03.2016).
- [6] *Thadavillil J., Baker H.K., Kiyamaz H.* Market Microstructure in Emerging and Developed Markets: Price Discovery, Information Flows, and Transaction Costs. – Wiley, 2013.  
URL: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/9781118681145.ch7/> (15.04.2016).
- [7] *Kaminsky G.L., Reinhart C.M., Végh C.A.* The Unholy Trinity of Financial Contagion. // Journal of Economic Perspectives, 2003. Vol. 17, №4. –P. 51–74.
- [8] Financial Contagion in the Era of Globalised Banking? – Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development, 2012. Economics Department Policy Note №14.  
URL: <https://www.oecd.org/eco/monetary/50556019.pdf> (23.08.2015).
- [9] *Schaefer S.* Five Biggest U.S. banks Control Nearly Half Industry’s \$15 trillion in Assets // Forbes. 03.12.2014.  
URL: <http://www.forbes.com/sites/steveschaefer/2014/12/03/five-biggest-banks-trillion-jpmorgan-citi-bankamerica/#5714c2861d43> (05.12.2015).
- [10] *Адамчук Н.Г.* Тихая революция на мировом страховом рынке // Страховое дело, 2015. №9. – С. 3–10.
- [11] Hedge Funds Oversight, Final Report. – Madrid: International Organization of Securities Commissions, 2009.  
URL: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf> (21.03.2016).
- [12] Global Financial Stability Report. Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking Curbing Excess while Promoting Growth. – Washington, DC: International Monetary Fund, 2014. October.  
URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2014/02/pdf/text.pdf> (07.04.2016).
- [13] Global Hedge Fund Distribution Survey 2015 Distribution Disrupted – Spotlight on Alternatives. – PwC and the Alternative Investment Management Association, 2015. December.  
URL: <http://www.pwc.com/im/en/publications/asset-management/global-hedge-fund-distribution-survey-2015.html> (24.05.2016).
- [14] Report on the Third IOSCO hedge fund survey. – Madrid: International Organization of Securities Commissions, 2015.  
URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD515.pdf> (24.05.2016).