Киселева А.Ю.
соискатель экономического факультета
Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова

«бумажный» рынок

формирование международно-диверсифицированных портфелей инвестиционными фондами в условиях финансовой глобализации

Усиление глобализации и рост вложений инвесторов в различные иностранные компании приводят к формированию международно-диверсифицированных портфелей. Исследование объемов и направления международных портфельных инвестиций, а также корреляций страновых и региональных индексов Morgan Stanley показало, что существует замкнутость финансовых потоков внутри группы развитых государств.

В условиях стремительной транснационализации бизнеса все возрастающее значение для мировой экономики приобретают межграничные перетоки капитала. Происходящая финансовая глобализация находит свое выражение также в том, что все большую долю в портфелях институциональных инвесторов начинают занимать иностранные активы.

По данным МВФ, за 1997-2003 гг. страховые организации увеличили свои вложения в иностранные акции с 3% до 5%, инвестиционные компании – с 9% до 10%. При этом наиболее значительный рост демонстрировали европейские портфели: например, в Германии он составил 12%. Причем общий рост доли иностранных акций в портфелях происходил как за счет вложений в неевропейские компании (6% в 2003 г.), так и за счет вложений в акции компаний стран-членов ЕС (11% в 2003 г.).[1]

Помимо относительного роста следует отметить также те огромные и все возрастающие суммы денежных средств, которые сосредоточены в руках институциональных инвесторов. Так, в Португалии их активы по отношению к ВВП страны составляют 48%, в Ирландии – 240%, а в Люксембурге достигает совсем уж гигантской величины – 3985%[2].

При формировании своих портфелей фонды коллективного инвес-

---

[1] Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues, IMF, Sept. 2005, p. 69-71.

[2] http://www.icifactbook.org

тирования, помимо вложения в активы национальных корпораций, в последнее десятилетие все активнее устремляются за рубеж. Транснациональное перемещение их капиталов связано с вложением в ценные бумаги иностранных компаний, либо в ТНК. Тем самым формируется международно-диверсифицированный портфель институционального инвестора.

По охвату объектов инвестирования фонды подразделяются на:

1) глобальные;
2) международные;
3) региональные;
4) локальные;

Безусловной новацией 2008 г., подтверждающей тезис о неизбежности транснационализации деятельности крупных инвестиционных фондов, стало введение Greater China Equity[3]. Это фонд, около 90% средств которого вложено в акции компаний, домицилированных в Китае, Гонконге или на Тайване.

С классификацией по объекту инвестиций инвестиционного фонда, осуществляющего вложения в бумаги крупнейших европейских корпораций, возникает ряд вопросов. Фонд, вкладывающий в подобные акции, должен быть отнесен к региональному. Однако, при исследовании финансовой отчетности компаний-эмитентов автором было выявлено, что значительная часть прибыли и активов ряда потенциальных объектов инвестирования приходится на страны, отличные от страны инкорпорирования (яркий пример тому – Nestle).

Эти ТНК придают глобальный характер процессу портфельного инвестирования. Автор считает необходимым дополнить общеизвестную классификацию фондами, инвестирующими в корпорации. И международно-диверсифицированным портфелем будут обладать инвестиционные фонды 1-3 в приведенной выше классификации и фонды, инвестирующие в ТНК.

Перейдем к количественному исследованию международных перетоков портфельных инвестиций.

Следуя сложившейся традиции, разделим страны, участвующие в процессах международного перемещения капитала, на страны-доноры и страны-реципиенты.

Среди крупнейших доноров портфельных инвестиций лидируют США (17,85% мирового объема), Великобритания (8,91%) и Япония

в условиях стремительной транснационализации бизнеса все возрастающее значение для мировой экономики приобретают межграничные перетоки капитала

[3] 2008 Revisions to retail investments fund category definitions. // Canadian Investment Funds Standards Committee, Discussion Paper, Apr. 2008.

все большую долю в портфелях институциональных инвесторов начинают занимать иностранные активы

(8,22%). Причем в этой тройке явно видны различные предпочтения инвесторов по объектам инвестиций: портфельных инвесторов США привлекают в основном акции (на них приходится 72,26% иностранных инвестиций). Английских инвесторов за рубежом привлекают как долевые (43,31%), так и долговые ценные бумаги (56,69%). У Японии прослеживается явно выраженный перекос в сторону долговых ценных бумаг (80,68%).

Что касается стран-реципиентов, то и в этой части США выступают лидерами: на их долю приходится 20,81% входящих мировых инвестиционных потоков.

Если обратиться к структуре вложений, и сравнить с приведенными выше данными по размещению активов, то можно увидеть источники финансирования зарубежной экспансии. Как крупнейший реципиент портфельных инвестиций, США финансирует покупки долевых ценных бумаг за счет продажи долговых ценных бумаг. Такой же модели придерживаются Германия, Франция, Нидерланды, Испания.

Для изучения взаимосвязей между финансовыми рынками различных стран исследователи проводят расчеты с применением корреляционной матрицы, состоящей из парных коэффициентов корреляции по индексам. Автором проведено исследование между рядом индексов Morgan Stanley (глобальных и региональных) за период 2001-2006 гг. Для анализа временных рядов был использован коэффициент корреляции Пирсона. Его применение требует нормальности распределения исследуемого процесса. Поэтому первым этапом при анализе временного ряда должна быть проверка на автокорреляцию (в экономической литературе этот этап обычно не проводится).

Для начала рассмотрим автокорреляцию остатков при расчете по индексу MXNA (один из региональных индексов Morgan Stanley).

Из *диаграммы 1* видно, что стандартная ошибка выходит за границы допустимой для белого шума. Значит, присутствует автокорреляция.

По результатам рассмотрения продемонстрировано наличие автокорреляции. Аналогично автором были рассмотрены другие индексы (перечисленные в списке обозначений в начале работы), с выявлением автокорреляции в каждом из временных рядов.

Одним из способов нивелирования проблемы автокорреляции во временных рядах является использование разностного подхода:

$$\Delta I = I_{t+1} - I_t,$$

где I_{t+1} – значение индекса в t+1-й момент времени;

I_t – значение индекса в t-й момент времени.

Проведем аналогичное исследование на автокорреляцию ряда разностей первого порядка. Полученный результат приведен в

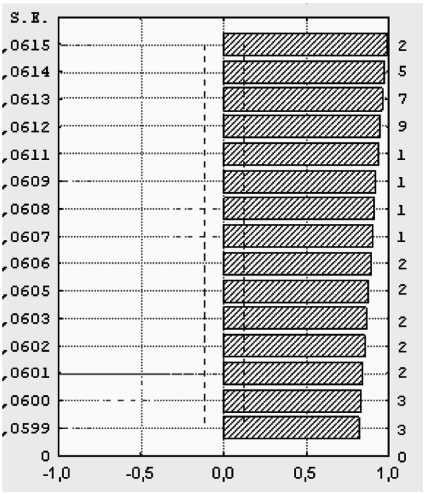


Диаграмма 1. Автокорреляционная функция по одному из участвующих в выборке индексу (типичный вид гистограммы по приращениям)

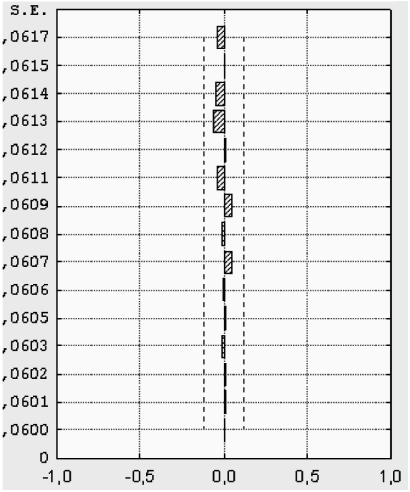


Диаграмма 2. Автокорреляционная функция по приращениям по одному из участвующих в выборке индексу (типичный вид гистограммы по приращениям)

диаграмме 2, которая показывает, что стандартная ошибка не выходит за границы допустимой для белого шума. Значит, автокорреляция отсутствует.

Недостаточно сильная взаимосвязь российского рынка акций и рынка акций развитых стран подтверждается и имеющейся тенденцией к снижению коэффициентов корреляции по приращениям индексов между РФ и такими регионами, как ЕС и Япония. Зато устойчиво высокая взаимосвязь выявлена автором между приращениями индексов по России и по Восточной Европе и Ближнему Востоку (то есть по группе развивающихся стран).

Влияние портфельных инвестиций на экономику развивающихся стран было изучено М. Сото[4]. Он обнаружил, что величина входящих потоков иностранных портфельных и прямых инвестиций положительно влияет на рост ВВП. Кроме того, увеличение на 1% величины портфельных иностранных инвестиций приводит на краткосрочном интервале к росту валового продукта на 0,68%[5]. Поэтому России, ориентированной на рост ВВП, имеет смысл прикладывать дополнительные усилия по привлечению иностранных портфельных инвесторов.

рп

[4] Soto M. Capital flows and growth in developing countries: recent empirical evidence // Working Paper No. 160, July 2000, CD/ DOC (2000)4

[5] Там же, p. 18-19.