Сергей Зобов,
специалист отдела мировых рынков, Cbonds

СЛОНЫ фондового рынка

ГОВОРЯ ОБ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРАХ КАК ОБ ОДНОЙ ИЗ ОСНОВНЫХ СОСТАВЛЯЮЩИХ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ, ЛОГИЧНЕЕ ВСЕГО ПРОАНАЛИЗИРОВАТЬ ИХ РАБОТУ НА АМЕРИКАНСКОМ РЫНКЕ.

Это связано не только с тем, что в последнее время внимание мировой финансовой общественности оказалось особенно четко сфокусировано именно на событиях в США. Ипотечный кризис, последовавший финансовый обвал и возможность рецессии переросли в глобальные явления, силу влияния которых на все без исключения экономики мира трудно переоценить. Причем сила эта определяется не только размером и степенью интеграции американской экономики в мировую финансовую систему. Также велико и влияние ожиданий, связанных с тем, что Соединенные Штаты по умолчанию воспринимаются как родоначальник любых глобальных тенденций и сдвигов в мировой экономике.

ПОНЯТИЙНЫЙ АППАРАТ

Понятия институционального инвестора в мировой и отечественной практике практически совпадают, но их фактическая структура на Западе существенно богаче, в основном благодаря более продолжительному существованию развитых рынков. Институциональный инвестор в мировой практике — это юридическое лицо, выступающее в роли держателя крупных объемов денежных средств и осуществляющее их вложение в ценные бумаги, недвижимость или другие активы.

Отметим, что в США институциональные инвесторы также имеют право участия в частных размещениях ценных бумаг, которые не подлежат обязательной регистрации в Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC). Институциональные инвесторы, допущенные к частным размещениям, носят название квалифицированных институциональных инвесторов (англ. — Qualified Institutional Investor) и должны иметь в управлении не менее $100 млн.

К институциональным инвесторам в США и Европе традиционно относят финансовый сектор (паевые, пенсионные и хедж-фонды, страховые компании и кредитные организации), корпоративный сектор (в основном через собственные пенсионные программы), а также различные некоммерческие организации и органы государственного управления. В США они обеспечивают более половины объема торгов на крупнейших биржах. В одном из западных изданий была опубликована очень точная и нестандартная оценка воздействия институциональных инвесторов на фондовый рынок. Институциональный инвестор сравнивался со слоном, который, ступая ногой в бассейн, повышает уровень воды, ассоциируемый авторами с ценой на бумагу. Впрочем, как показали события последнего года, многие слоны перепутали бассейн с болотом и увязли в нем по самый… хвост.

ХЕДЖ-МНОЖЕСТВО

Одним из существенных отличий американской структуры институциональных инвесторов от российской является наличие множества хедж-фондов, которые в последнее время находились в центре внимания на волне существенных убытков и банкротств. Сразу вспоминаются летние потери фондов Bear Stearns на $1.5 млрд, но кроме них были и другие, среди которых такие крупные мировые хедж-фонды, как Solent Capital, Sowood Capital, Avendis, Odey.

По последним данным Channel Capital Group, в текущем году средняя убыточность отрасли сохранилась — в январе убытки хедж-фондов составили 2.34%. Однако на фоне гораздо более значительного падения мировых фондовых индексов такой показатель нельзя назвать однозначно негативным. Что же представляет собой классический хедж-фонд?

Хедж-фонд (англ. hedge fund) — это частный инвестиционный пул, который формируется за счет средств ограниченного количества частных и институциональных инвесторов. Он управляется профессиональными менеджерами, использующими очень широкий и гибкий круг инвестиционных инструментов от облигаций и производных финансовых инструментов до покупки бизнеса, товаров и так далее. Такая гибкость и составляет их основную особенность и позволяет при благоприятном исходе получать довольно высокий доход.

Часто такие фонды регистрируются в оффшорных или других зонах с облегченным налоговым режимом. Их деятельность очень слабо регулируется законодательством, а операции не отслеживаются надзорными органами. В США хедж-фонды не попадают под действие закона об инвестиционных компаниях 1940 года и закона о ценных бумагах 1933 года, обязывающего фонды регистрироваться в SEC. Хедж-фонды отличаются высокими входными суммами (на уровне $1 млн), хотя в последнее время наблюдается тенденция их значительного снижения.

По всему миру около девяти тысяч хедж-фондов управляют активами на сумму более $1.8 трлн, из которых около $1 трлн управляется американскими фондами. При этом 400 крупнейших фондов контролируют около 80% всех активов отрасли. Для сравнения скажем, что размер средств, находящихся под управлением всех европейских хедж-фондов, равняется $350 млрд. При этом более 75% европейских активов управляется лондонскими фондами. Операции хедж-фондов исчисляются многими сотнями миллиардов долларов за счет использования ими кредитного плеча. Чаще всего такие фонды управляют активами, превышающими по размеру их собственный капитал в десятки раз.

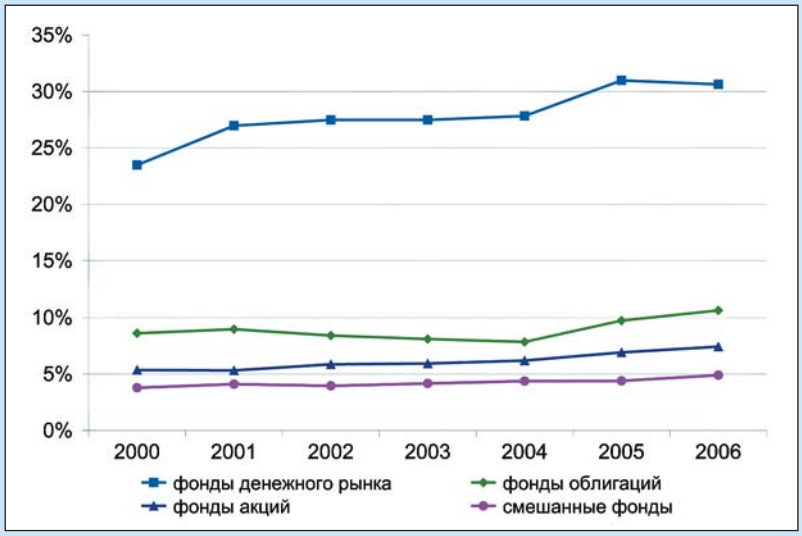
По данным Alpha Magazine за 2007 год, крупнейшим хедж-фондом США является фонд JP Morgan/ Highbridge, который управляет активами на сумму более $33 млрд. За ним следуют еще два фонда, под управлением которых находится сумма более $30 млрд — это фонды Goldman Sachs Asset Management и Bridgewater Associates. На четвертом и пятом местах находятся хеджевые фонды D.E. Shaw и Farallon Capital Management с показателями в $27 млрд и $26 млрд соответственно. Отметим, что крупнейший хедж-фонд в Европе — Barclays Global Advisers — управляет в полтора раза меньшими, чем американские лидеры, активами (около $19 млрд).

СТРУКТУРА АКТИВОВ ВЗАИМНЫХ ФОНДОВ В США

Рассмотрим структуру счетов американских взаимных фондов, которые являются аналогом российских паевых фондов. Американские фонды принципиально отличаются от российских лишь тем, что по организационной форме являются акционерными обществами. Эти фонды составляют более 93% от объема всех инвестиционных фондов в США. Отметим также, что рынок взаимных фондов, в отличие от рынка хедж-фондов, регулируется SEC.

На данный момент американский рынок взаимных фондов является крупнейшим в мире. Несмотря на то что его доля в капитализации глобального рынка в последние годы стабильно сокращалась, на конец 2006 года она составила почти его половину, около 48%, что в денежном выражении равняется более $10 трлн. Чтобы адекватно оценить его размер, скажем, что на весь европейский регион пришлось всего $7.7 трлн.

Доля активов институциональных инвесторов во взаимных фондах в США



Источник: Investment Company Factbook 2007, 47th Edition

Наибольшая часть инвестиционных средств ПИФов в США сосредоточена в фондах внутренних долевых бумаг — 44%, на фонды акций других стран приходится около 13%, на фонды денежного рынка — 23%. Облигационные фонды занимают всего 14% от общего размера активов, а оставшиеся 6% занимают активы смешанных фондов.

Для сравнения: в России под управлением паевых фондов, по данным Investfunds.ru, находится около $30 млрд, из которых около 40% (почти $12 млрд) приходится на фонды акций. Фонды облигаций занимают по активам всего 2% от общего объема, а фонды денежного рынка — на что стоит обратить особое внимание — всего 0.04%. На смешанные фонды приходится 16%, также значительную часть активов занимают фонды недвижимости — более 25% от общего объема.

Доля активов, сосредоточенных в руках институциональных инвесторов в США по фондам всех типов, составляет около 13% — в конце 2006 года на их счетах в американских ПИФах было $1.3 трлн из общих $10.4 трлн. Причем эта доля постепенно увеличивается — в 2000 году она составляла около 10%.

В наибольшей степени средства институциональных инвесторов представлены среди фондов денежного рынка — их доля в фондах этого типа на конец 2006 года составила более 30%. Фонды денежного рынка, являющиеся крайне популярными на Западе, по размерам инвестиционных средств, как было отмечено, занимают второе место после фондов акций. Эти фонды инвестируют средства в инструменты денежного рынка, то есть в государственные ценные бумаги, краткосрочные коммерческие бумаги, банковские депозиты, а также в денежные средства, в том числе в иностранную валюту на счетах и вкладах в кредитных организациях. Используемые инструменты имеют срок погашения до одного года, то есть инвестиции в фонды денежного рынка являются краткосрочными и обладают наиболее низким уровнем риска, а главной целью инвестирования в такие фонды является сохранение капитала от инфляционных воздействий и получение небольшой прибыли.

Распределение активов взаимных фондов в США по типам институциональных инвесторов в 2006 году ($ млрд)

	Все типы институциональных инвесторов		Корпорации		Финансовые институты		Некоммерческие организации		Другие	
		Динамика за 5 лет		Динамика за 5 лет		Динамика за 5 лет		Динамика за 5 лет		Динамика за 5 лет
Фонды всех типов	1352	+51%	638	+49%	371.5	+23%	154	+46%	188	+209%
Доля	100%		47%		27%		11%		14%	
Фонды акций	439	+141%	153.6	+101%	116	+111%	63	+106%	106.5	+431%
Доля	100%		35%		26%		14%		24%	
Фонды облигаций	159	+92%	38	+28%	28	+114%	34	+16%	58	+470%
Доля	100%		24%		18%		21%		37%	
Смешанные фонды	32.5	+128%	14.5	+103%	10	+179%	2.5	+77%	5.3	+161%
Доля	100%		45%		31%		8%		16%	
Фонды денежного рынка	721	+17%	431	+37%	217	-5%	55	+25%	18	-36%
Доля	100%		60%		30%		8%		3%	

Источник: Investment Company Factbook 2007, 47th Edition

В России на данный момент функционирует всего семь фондов денежного рынка при том, что всего ПИФов в нашей стране насчитывается более тысячи. Такому положению фондов данного типа российский рынок обязан своей склонностью к более рискованным и доходным инвестициям, которая наблюдалась на всем протяжении его недолгого существования. Кроме того, существующий спрос на низкий риск почти монопольно обслуживается банковскими депозитами, которые в России приносят сходную с фондами денежного рынка доходность.

Доля институциональных инвесторов среди пайщиков всех других типов фондов в США гораздо менее существенна. Так, по фондам облигаций на институциональных инвесторов по результатам 2006 года пришлось чуть более 10.5% инвестиционных средств. В фондах акций и смешанных фондах доля активов институциональных инвесторов и того меньше, в 2006 году она составила 7% и 5% соответственно.

Если сравнить доли институциональных инвесторов в фондах различных типов в денежном выражении, то картина их инвестиционных предпочтений в аспекте соотношения риска и доходности становится еще более прозрачной. В фондах денежного рынка в 2006 году было сконцентрировано более $720 млрд средств институциональных инвесторов, в фондах акций — $440 млрд, в фондах облигаций — $160 млрд, а в смешанных фондах — всего $32 млрд. При этом общие размеры активов фондов соотносятся совершенно иным образом: лидером традиционно являются фонды акций — около $6 трлн, далее следуют фонды денежного рынка — около $2.3 трлн, фонды облигаций — $1.5 трлн и смешанные фонды с показателем в $653 млрд.

Таким образом, для институциональных инвесторов в США фонды денежного рынка представляют наибольший интерес, причем доля институциональных инвесторов в фондах данного типа характеризуется сравнительно стабильным ростом — за 6 лет она увеличилась более чем на 7%. Доли институционалов в остальных типах фондов тоже увеличились, но не так значительно — примерно на 1–2%.

Основными институциональными инвесторами в американские взаимные фонды являются корпорации (англ. business corporations). Так, в 2006 году их доля по фондам всех типов составила около 48% активов ($637 млрд). Финансовые институты существенно отстают, на них приходится около $371 млрд, меньше трети от общего объема, на некоммерческие организации приходится около 11% ($154 млрд), оставшиеся $188 млрд принадлежат другим видам институтов.

Корпорации наиболее активны в сегменте фондов денежного рынка, на их долю по результатам 2006 года пришлось около 60% средств этих фондов. В облигационных фондах наибольшая доля активов (37%) приходится на группу прочих институциональных инвесторов, а в фондах акций превалирует корпоративный сектор — более трети всех активов. Смешанные фонды также почти наполовину состоят из средств корпораций, но сильны в них и финансовые институты — доля их активов составляет более 30%. Финансовые институты составляют значительную часть, около трети всех остальных фондов, за исключением фондов облигаций, в которых их доля значительно ниже — около 18%.

ГРЯДЕТ РАССЛОЕНИЕ

Рынок инвестиционных фондов США является крупнейшим и одним из самых развитых в мире. Большинство институциональных инвесторов на нем не склонны к риску, что порождает популярность инструментов, подобных фондам денежного рынка. Однако значительную роль на нем играют и институциональные инвесторы, крайне склонные к риску (хедж-фонды).

В России институциональные инвесторы более однородны — они обладают более близкими приоритетами в терминах риск-доходность. Если говорить про перспективы развития на российском рынке инструментов, популярных на американском, то ситуация здесь достаточно противоречива.

Естественное развитие рынка и кризисные явления также способствуют формированию интереса к инвестициям в денежные фонды. В той же степени рынку становятся необходимы более гибкие инструменты, такие как хеджевые фонды, которые позволяют даже в ситуации всеобщего упадка «выходить сухим из воды». Однако, несмотря на желанность, в ближайшей перспективе и те, и другие вряд ли получат существенное развитие хотя бы потому, что краткосрочный спрос на инвестирование полностью обслужен. Другое дело — долгосрочная перспектива, так что будем ждать!