



СКОЛКОВО
Московская школа управления

СУВЕРЕННЫЕ ФОНДЫ
БЛАГОСОСТОЯНИЯ
И НОВАЯ ЭРА
БОГАТСТВА БРИК

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

ИССЛЕДОВАНИЕ
СКОЛКОВО

Институт исследования быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО
Июль 2010

ОБЗОР ²

НОВИЧОК В КЛУБЕ: ФОНД ИЗ ИПАНЕМЫ ⁸

РОССИЙСКИЙ ФОНД «НА ЧЕРНЫЙ ДЕНЬ» ¹²

ПРИШЛО ЛИ ВРЕМЯ ДЛЯ ИНДИЙСКОГО ФОНДА? ¹⁸

КИТАЙСКАЯ ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОРПОРАЦИЯ:

ХРАНИТЕЛЬ НАЦИОНАЛЬНОГО БОГАТСТВА

КИТАЯ? ²²

ЗАКЛЮЧЕНИЕ ³⁰

ОБЗОР

С началом нового тысячелетия страны с развивающейся рыночной экономикой обрели новый динамизм. Продолжительный период быстрого экономического роста и устойчивой макроэкономической политики, через который прошли Бразилия, Россия, Индия и Китай (БРИК), способствовал оздоровлению государственных финансов и снижению инфляции. Однако накопление Китаем и Россией крупных положительных сальдо счета текущих операций становится все более серьезной проблемой, поскольку обе страны всеми силами пытаются найти инвестиционные рынки для своих быстро растущих валютных резервов. в 2004 году Россия создала Стабилизационный фонд, предназначенный для накопления избытка валютных доходов от продажи нефти и газа (такой избыток возникает при повышении цен на энергоносители). Впоследствии, когда цены на энергоносители упадут достаточно низко, чтобы нанести ущерб финансам и экономическому росту России, правительство воспользуется накопленными в фонде средствами. в 2007 году, когда размер накопленных Китаем валютных резервов достиг почти 2 трлн долларов США, была создана Китайская инвестиционная корпорация (КИК), призванная улучшить управление частью этих огромных резервов путем их инвестирования в более рискованные активы, чем долговые обязательства американского правительства или финансируемых им агентств.

Не имея ни богатых месторождений энергоносителей, ни больших структурных излишков счета текущих операций, Индия и Бразилия не накопили за минувшее десятилетие значительных валютных резервов. Однако с открытием крупных месторождений нефти малоизвестный бразильский суверенный фонд благосостояния Fundo Soberano do Brazil (FSB) в ближайшие годы может быстро вырасти и занять заметное положение. Благодаря устойчивому экономическому росту размер валютных резервов, накопленных Индией, составил примерно 280 млрд долларов США, что намного превышает 1 млрд долларов валютных резервов, которыми она располагала в 1991 году. Теперь Индия также начинает испытывать известную потребность в создании собственного суверенного фонда благосостояния. Движение этих ги-

Накопленных Китаем и Россией крупных положительных сальдо счета текущих операций становится все более серьезной проблемой, поскольку обе страны всеми силами пытаются найти инвестиционные рынки для своих быстро растущих валютных резервов

гантов с быстроразвивающимся рынком в околосударственную инвестиционную сферу, также известную под названием «суверенные фонды благосостояния» (СФБ), знаменует их превращение в нуворишей мировых финансов.

По некоторым подсчетам, в мире действует не менее пятидесяти суверенных фондов благосостояния. За исключением российского и китайского, основные суверенные фонды существуют уже на протяжении пятидесяти лет. Главными игроками

в этой сфере, контролирующими более 80% активов всех суверенных фондов благосостояния, стоимость которых составляет примерно 3 трлн долларов США, являются Абу-Даби, Норвегия, Саудовская Аравия, Китай, Сингапур, Кувейт и Россия. Из перечисленных стран лишь Китай и Сингапур сформировали свои фонды не за счет экспорта нефти, а благодаря устойчивым положительным сальдо счета текущих операций и/или государственного бюджета.

Первым СФБ был предшественник нынешнего Кувейтского инвестиционного фонда, созданный в 1953 году для управления финансовым богатством, связанным с огромными нефтяными запасами Кувейта. С тех пор самые разные страны, от крошечного островного государства Кирибати с его месторождениями фосфора до медного гиганта Чили, создали стабилизационные фонды и суверенные фонды благосостояния, задача которых заключается в том, чтобы оптимизировать управление финансовым богатством, полученным за счет добычи полезных ископаемых, и увеличить его. Первопричина создания многих из этих фондов весьма незатейлива. Поскольку природные ресурсы неизменны и исчерпаемы, накопление части богатства в виде фонда вместо его расходования или распределения позволяет государству сохранять и передавать это богатство на многие поколения вперед.

Суверенный фонд благосостояния — это капитал, полученный в результате чистого накопления богатства и управляемый государством или околосударственным органом, который инвестирует в различные активы, стремясь получить отдачу, превышающую безрисковую норму доходности. Такого рода фонды обладают тремя отличительными чертами. Во-первых, они представляют собой «капитал, получен-

Главными игроками в этой сфере, контролирующими более 80% активов всех суверенных фондов благосостояния, стоимость которых составляет примерно 3 трлн долларов США, являются Абу-Даби, Норвегия, Саудовская Аравия, Китай, Сингапур, Кувейт и Россия

ный в результате чистого накопления богатства». Во-вторых, суверенный фонд «управляется государством или окологосударственным органом». Разные страны используют различные методы управления своими фондами, однако чаще всего ими управляют министерство финансов, центральный банк или номинально независимый орган. Главное — то, что государство сохраняет за собой право контроля инвестиционного капитала. в третьих, суверенный фонд благосостояния «инвестирует в различные активы, стремясь получить отдачу, превышающую безрисковую норму доходности».

Хотя в некоторых случаях центральный банк может управлять частью своих активов как суверенным фондом благосостояния, само по себе наличие крупных валютных или долговых резервов не означает, что они образуют суверенный фонд благосостояния. Суверенный фонд благосостояния принимает на себя риски, на которые не идут государственные органы в своей обычной деятельности. Суверенные фонды благосостояния принадлежат к категории государственных инвестиционных фондов, которые не имеют явных пассивов и участвуют в коммерческих операциях. Тем самым из их числа исключаются крупные фонды капитала, не преследующие конкретных инвестиционных или коммерческих целей, такие, как запасы наличной иностранной валюты или государственный долг инвестиционного класса. Также к ним не относятся инвестиционные фонды, подобные пенсионным, которые несут явно выраженные обязательства перед будущими пенсионерами. в целом суверенные фонды благосостояния функционируют подобно другим учреждениям, управляющим инвестициями и имеющим портфели, в которых представлены различные классы активов.

Суверенные фонды благосостояния стали приобретать популярность в минувшем десятилетии, когда в результате продолжительного рекордного роста цен на энергоносители фонды энергодобывающих стран за относительно короткий период времени достигли беспрецедентных размеров. Такие экспортеры нефти, как Россия, Норвегия и Кувейт, извлекли недурную выгоду из повышения цен на нефть, начавшегося в 2003 году и закончившегося в 2008, когда цены достигли своего пика. к примеру, Норвежский глобальный пенсионный фонд вырос за этот период со 120 до более чем 390 млрд долларов США.

В целом суверенные фонды благосостояния функционируют подобно другим учреждениям, управляющим инвестициями и имеющим портфели, в которых представлены различные классы активов

Сочетание неустойчивости и рекордно высокого уровня цен на сырьевые товары побудило многие страны с формирующимся рынком создать суверенные фонды благосостояния, призванные выступить в качестве буферного запаса в случае падения цен. Откладывая часть высокой экспортной выручки, правительства могли ограничивать свою склонность к расходам и гарантировать себе доступ к средствам в будущем. Хотя исследователям не удалось подтвердить предположение о том, что благодаря созданию фонда правительство начинает меньше расходовать или лучше управлять своей казной, эта логика обладала несомненной притягательностью, позволяя правительствам громкогласно возвещать о создании новых фондов суверенного богатства. Тем временем бум мировой торговли в сочетании с искусственно заниженным обменным курсом (в случае Китая) помог подстегнуть экспорт и рост валютной выручки таких торговых стран, как Китай и Сингапур.

Первичной характеристикой, позволяющей классифицировать суверенные фонды благосостояния, является источник их капитала. По своему происхождению суверенные фонды благосостояния обычно делятся на сырьевые и несырьевые. Капитал сырьевого суверенного фонда формируется благодаря накоплению прибыли от экспорта природных ресурсов, чаще всего нефти и газа. Крупнейшими фондами такого рода являются Инвестиционный орган Абу-Даби (ADIA) и Норвежский глобальный пенсионный фонд, стоимость совокупных финансовых активов которых оценивается более чем в 1 трлн долларов США. Капитал несырьевого фонда пополняется за счет положительных сальдо госбюджета и счета текущих операций, которые первоначально проявляются в форме крупных валютных резервов. Сингапурский и китайский фонды представляют собой крупнейшие несырьевые фонды суверенного благосостояния, накопленные благодаря многолетним положительным сальдо госбюджета и счета текущих операций.

Существуют две сферы, в которых суверенные фонды благосостояния играют неявную экономическую роль. Страны, обладающие такими фондами, имеют крупные положительные сальдо счета текущих операций или государственного бюджета. Избыточный капитал помещается в суверенный фонд благосостояния либо в процессе налогово-бюджетной стабилизации, при которой правительство обязуется вносить избыточные средства в фонд, либо в форме перечисления из валютных резервов. Избыточный капитал перечисляется в суверенный фонд благосостояния из различных государственных источников дохода. Кроме того, инвестируя большие суммы валютных активов, суверенные фонды благосостояния снижают риск удорожа-

ния и инфляции отечественной валюты. Если избыточный капитал, полученный за счет экспорта, реинвестируется за границей, то тенденция к удорожанию валюты ослабевает.

Несмотря на отсутствие свидетельств в пользу утверждения о том, что суверенные фонды благосостояния служат не столько экономическим интересам, сколько продвижению политических целей своего государства на международной арене, многие страны — потенциальные объекты проявляют обеспокоенность по этому поводу. Никакого законодательства, предписывающего целевое направление инвестиций суверенных фондов благосостояния, не существует, однако обе стороны испытывают некоторую озабоченность, предполагая, что в результате неосторожных действий протекционистские настроения могут воспрепятствовать свободному и открытому движению капитала.

При размещении своих средств сырьевые и несырьевые фонды, как правило, должны осуществлять различные инвестиционные стратегии. Неустойчивость сырьевых цен означает, что суверенные фонды благосостояния, капитал которых формируется за счет выручки от экспорта сырьевых товаров (как это происходит в случае Бразилии и России), должны поддерживать в своем портфеле относительно высокую долю инструментов с фиксированным доходом и иностранных активов. Портфель, характеризующийся такого рода размещением средств, будет иметь доходность, которая слабо коррелирует с динамикой отечественной экономики. Например, если цены на нефть быстро падают, что благотворно отражается на мировой экономической активности, то доходность портфеля российского фонда будет относительно неплохой на фоне снижения темпов экономического роста страны, которые тесно связаны с ценами на нефть. и напротив, несырьевым фондам вроде китайского, капитал которых пополняется за счет крупных положительных сальдо внешней торговли, более значительную часть своих средств следует инвестировать внутри страны. Более низкая изменчивость выручки от традиционных статей экспорта по сравнению с сырьевыми товарами позволяет несырьевым фондам больше инвестировать в активы, которые коррелируют с внутренней экономической активностью.

При размещении своих средств сырьевые и несырьевые фонды, как правило, должны осуществлять различные инвестиционные стратегии

НОВИЧОК В КЛУБЕ: ФОНД ИЗ ИПАНЫМЫ

В 2008 году Бразилия добывала в среднем по 2,4 млн баррелей нефти в день, занимая 13-е место в мире, однако экспортировала всего 570 000 баррелей в день (27-е место в мире в 2007 году). Открытие нефтяного месторождения Тупи компаниями British Gas и Petrobras в прибрежных водах Бразилии, к юго-востоку от Рио-де-Жанейро, позволило стране в 2006 году занять завидное положение крупного производителя нефти и утроило разведанные запасы бразильской нефти (с показателя, немногим превышавшего 4 млрд баррелей, до отметки свыше 12 млрд баррелей). Благодаря этому Бразилия поднялась с 30-го на 15-е место по объему разведанных запасов нефти. Если исходить из средней цены в 75 долларов США за баррель (такова, по мнению многих аналитиков, будет средняя цена на нефть как минимум в течение ближайшего десятилетия), то за всю историю своей разработки нефтяное месторождение Тупи предположительно принесет доход свыше 650 млрд долларов США.

Будучи страной с развивающейся экономикой и давними традициями коррупции в правительственных кругах, Бразилия столкнется с нелегкой задачей: как управлять этим щедрым подарком небес, не расточая своего вновь обретенного богатства? Это приоритетный вопрос, поскольку бразильским экономистам и политикам хорошо известно, каким неоднозначным даром может оказаться нефтяное богатство. Многие развивающиеся страны на протяжении долгих лет скверно управляли своими природными богатствами и в итоге добились не процветания, а широко распространенной бедности. Даже богатые развитые страны, такие как Нидерланды, стали жертвами «голландской болезни», при которой их нефтяные запасы привели к снижению конкурентоспособности их экспортного сектора вследствие удорожания национальной валюты. Однако в последнее десятилетие Бразилия продемонстрировала значительное улучшение своих макроэкономических показателей. Среднегодовые темпы роста реального ВВП, составлявшие в 1990-х годах 1,7%, за прошедшее десятилетие повысились до 3,3%. Возможно, Бразилия наконец начинает приближаться к своему истинному экономическому потенциалу.

После открытия нефтяного месторождения Тупи в Бразилии был принят закон, регулирующий деятельность фонда Fundo Soberano do

Многие развивающиеся страны на протяжении долгих лет скверно управляли своими природными богатствами и в итоге добились не процветания, а широко распространенной бедности

Brasil (FSB). в настоящее время FSB владеет относительно небольшим портфелем в 9 млрд долларов США, который пополняется за счет нефтяной выручки от существующих государственных месторождений, однако можно ожидать, что его портфель будет расти устойчиво, но медленно, пока не начнется и не достигнет своей полной мощности разработка нефтяного месторождения Тупи. Несмотря на то что FSB опубликовал свою инвестиционную концепцию, налогово-бюджетные правила накопления или изъятия средств, которые ограничивали бы политически мотивированные расходы, пока не изданы. Поскольку разработка его первичных нефтяных месторождений только начинается и выйдет на полную мощность лишь через несколько лет, на протяжении следующего десятилетия капитал FSB будет расти устойчивыми, но не слишком впечатляющими темпами, после чего начнется его быстрый рост, который будет зависеть от динамики цен на нефть. в настоящее время на месторождениях Тупи и Жупитер добывается менее 100 000 баррелей нефти в день, однако ожидается, что к концу десятилетия этот показатель повысится до более чем 1 000 000 баррелей в день.

Учитывая, что в консультативный совет FSB входят лишь министры финансов и планирования, а также председатель центрального банка, предполагается, что FSB будет в большей степени вовлечен в государственную политику, чем другие суверенные фонды благосостояния. Например, единственная инвестиционная стратегия, открытая для FSB, заключается в закупке долларов США на валютном рынке — считается, что это ослабит удорожание бразильского реала или воспрепятствует данному процессу.

Законодательство предусматривает некоторые ограничения на доходность, которую FSB может получать как внутри страны, так и за рубежом. По международным инвестициям FSB должен получать процентную ставку, не меньшую, чем 6-месячная ставка LIBOR, а вложения внутри страны должны приносить ему доходность, как минимум соответствующую долгосрочной ставке TJLP (внутрибразильский аналог LIBOR), хотя до сих пор неизвестно, как это будет работать на практике, особенно в случае вложений в акции. Несмотря на то что законодательство предусматривает операционный и финансовый контроль над фондом, его политический надзор и цели, возможно, не самым лучшим образом сочетаются с экономической мотивацией фонда. В последние годы бразильская налогово-бюджетная политика была необычайно осторожной, однако многие наблюдатели испытывают озабоченность относительно того, что может предпринять политический класс, если его ввести в искушение огромными суммами денег, работающими без каких-либо бюджетных ограничений. В на-

стоящее время FSB управляет всего лишь примерно 9 млрд долларов США, поэтому рост выручки от нефтяного месторождения Тупи, который будет отмечаться в ближайшие несколько лет, заставит его быстро развивать свои способности и набирать опыт в области финансового управления.

Поскольку экспортер нефти может столкнуться с удорожанием своей национальной валюты, степень которого зависит от размеров излишка, наилучшей стратегией для бразильцев было бы изменение состава портфеля таким образом, чтобы более значительная его доля приходилась на международные ценные бумаги с фиксированным доходом. Ценные бумаги с фиксированным доходом обеспечили бы Бразилии стабильный приток средств в те периоды, когда происходит падение цен на нефть либо на другие важные сырьевые товары, поскольку мировые акции более тесно коррелируют с ценами на нефть, чем ценные бумаги с фиксированным доходом.

РОССИЙСКИЙ ФОНД «НА ЧЕРНЫЙ ДЕНЬ»

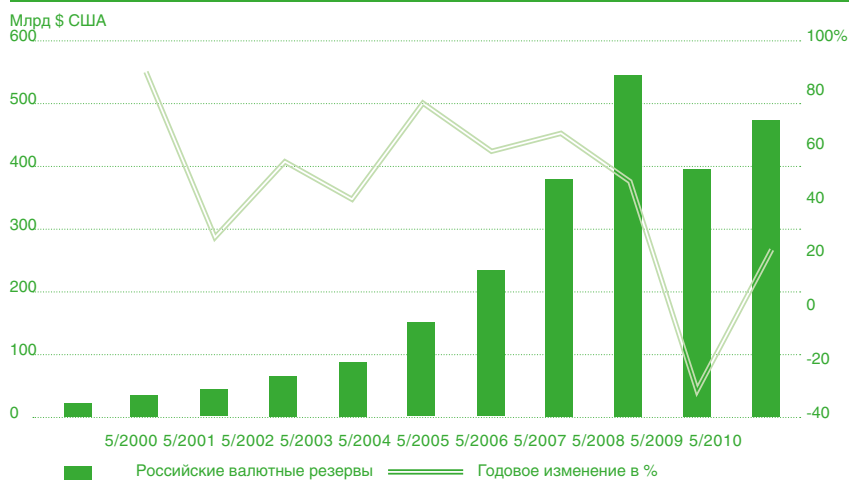
Российская экономика и фондовый рынок идут рука об руку с ценой на нефть

С учетом того, что на долю углеводородов приходится 25% ВВП страны и до 60% ее экспортной выручки, Россия является энергозависимым гигантом. Неудивительно, что российская экономика и фондовый рынок идут рука об руку с ценой на нефть. в 2003–2008 годах, в период повышения цен на энергоносители, среднегодовые темпы роста реального ВВП страны составляли 7%. За тот же период валютные

резервы России взлетели с 48 до 456 млрд долларов США, как показано на рисунке 1.

В 2009 году сочетание резкого снижения цен на нефть и мирового экономического спада обусловило сокращение российской

РИСУНОК 1: Российские валютные резервы



Источник: Банк России

экономики на 8%. Российская экономика по сей день в значительной степени зависит от цен на нефть и другие сырьевые товары. Президент России Дмитрий Медведев даже назвал нефть и газ «наркотиком» для российской экономики.

Приняв во внимание, что положительное сальдо счета текущих операций от экспорта нефти и газа достигло своего пика в 18% ВВП в 2000 году, а затем стало быстро падать и в 2004 году составило 10%, правительство создало Стабилизационный фонд Российской Федерации (СФРФ), цель которого заключается в сглаживании государственных доходов и расходов. Стабилизационный фонд отличается от суверенного фонда благосостояния тем, что в первом случае

правительство следует налогово-бюджетному правилу, нацеленному на сглаживание государственных расходов и предписывающему, когда фонд должен накапливать капитал и при каких условиях можно изымать из него средства, причем последнее зависит от размеров выручки от экспорта основных видов сырья. Вследствие высоких потребностей в ликвидности, возникающих в случае падения цены на сырьевой товар, стабилизационные фонды, как правило, вкладывают свои средства в краткосрочные финансовые инструменты и наличность, а не в акции и долгосрочные активы.

Для того чтобы финансировать СФРФ, власти ввели экспортную пошлину на баррель нефти всякий раз, когда рыночная цена превышает 27 долларов США — среднюю цену за период с 2000 по 2003 годы. Положительная разница между фактической ценой и 27 долларами за баррель идет непосредственно в СФРФ. Поскольку цена на нефть в течение всего десятилетия неуклонно росла, размеры СФРФ также постоянно увеличивались. С момента создания СФРФ в 2004 году до января 2008 года средняя цена экспортируемой российской нефти составляла 54,22 доллара США за баррель, что вдвое превышало пороговое значение. Этого было достаточно, чтобы к январю 2008 года увеличить казну СФРФ на 157 млрд долларов США, продемонстрировав быстрые для суверенного фонда темпы роста. В январе 2008 года СФРФ был разбит на два отдельных фонда: Резервный фонд и Фонд национального благосостояния (ФНБ).

С учетом стабилизационной функции СФРФ законодательство предписывало ему инвестировать только в ценные бумаги иностранных правительств с фиксированным доходом, имеющие рейтинг AAA; при этом вес активов в долларах и евро должен был составлять в портфеле по 45%, а в фунтах стерлингов — 10%. Принимая во внимание циклический характер российской экономики, фонд делал акцент на обеспечении ликвидности и стабилизации государственных расходов в случае экономического спада, а не на долгосрочных капиталовложениях.

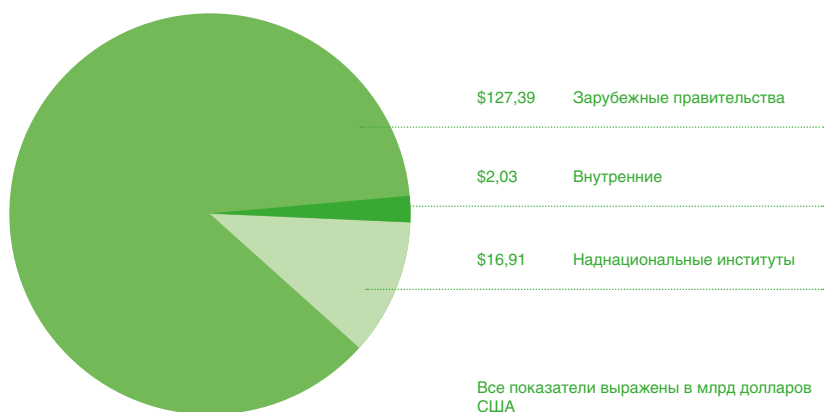
В феврале 2008 года Резервному фонду и ФНБ было разрешено следовать разным инвестиционным стратегиям в зависимости от исполняемой ими функции. Резервный фонд взял на себя роль, аналогичную роли СФРФ. Иными словами, он стал стабилизационным фондом для российского правительства. Резервный фонд может осуществлять инвестиции только в ценные бумаги с фиксированным

Потребности Резервного фонда в ликвидности побуждают его вкладывать средства в краткосрочные активы с фиксированным доходом

доходом, имеющие рейтинг AA- (минус) или выше; в настоящее время он держит портфель, представляющий собой комбинацию западноевропейских и североамериканских правительственных долговых обязательств, а также долговых обязательств наднациональных институтов. Потребности Резервного фонда в ликвидности побуждают его вкладывать средства в краткосрочные активы с фиксированным доходом. Максимальный срок погашения актива с фиксированным доходом, который может приобретать Резервный фонд, составляет три года.

Согласно первоначальной идее, Фонд национального благосостояния должен был инвестировать в активы с более высоким риском и более высокой доходностью, однако на практике он имеет инвестиционный портфель, сходный с портфелем Резервного фонда. ФНБ разрешено вкладывать до 50% своего капитала в акции и значительную его часть — во внутренний долг или депозитарные ценные бумаги. Допустимый спектр ценных бумаг с фиксированным доходом для ФНБ аналогичен спектру Резервного фонда и сосредоточен на высококачественных краткосрочных ценных бумагах правительства и околосударственных организаций. Несмотря на различия функций, портфели ФНБ и Резервного фонда по сути идентичны. Примерно 81% ФНБ вложен в портфель долговых обязательств, сходный по своему составу с портфелем Резервного фонда. Остальные 19% капитала ФНБ вложены в долгосрочные субординированные долговые обязательства околосредствительственного банка развития «Внешэкономбанк», приносящие 7–8,5% дохода. Как можно видеть на рисунке 2, совокупные средства обоих фондов, вложенные в краткосрочные

РИСУНОК 2: Совокупный портфель Резервного фонда и Фонда национального благосостояния (апрель 2010 года)



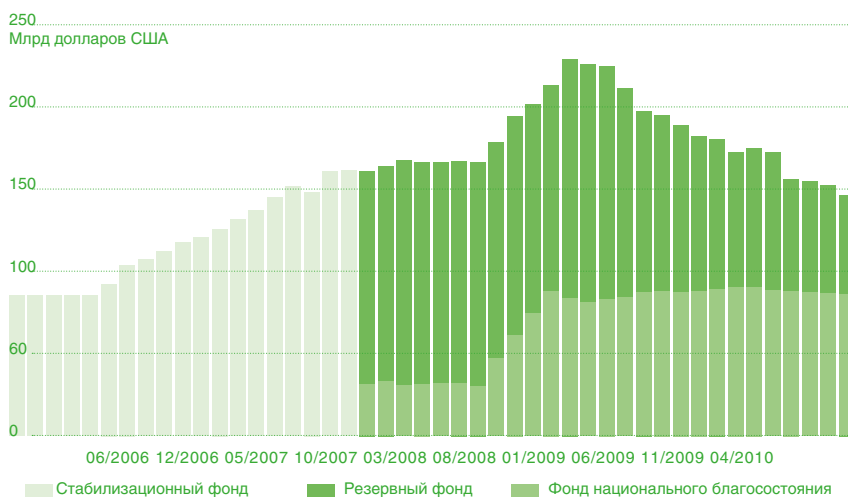
Источник: Министерство финансов России

высококачественные долговые обязательства правительств и околоправительственных организаций Северной Америки, Западной Европы и России, составляют более 140 млрд долларов США (на апрель 2010 года).

СФРФ наложил неявное верхнее ограничение на государственные расходы, поскольку весь излишек нефтяной выручки, получаемый при цене выше 27 долларов США за баррель, переводился в фонд — за исключением случая, когда капитал фонда превысил 500 млрд рублей. Пороговое значение цены было установлено в то время, когда средняя цена на нефть составляла 25 долларов США за баррель. Когда в минувшем десятилетии начался взлет цен на нефть, рост государственных расходов был ограничен, поскольку непредвиденная прибыль от нефти откладывалась в СФРФ и оказывалась недостижимой для правительства. Однако законодательство, регулирующее деятельность Резервного фонда и ФНБ, не предусматривает такого рода ограничений на государственные расходы. Как следствие, расходы российского правительства стали быстро расти и намного обогнали увеличение доходов, что привело к значительному сокращению капитала фондов. Максимальный размер совокупного капитала фондов составил 220 млрд долларов США, однако в связи с попытками правительства сбалансировать бюджет этот показатель быстро сократился до отметки менее чем 140 млрд долларов (см. рисунок 3).

Несмотря на то что активное использование средств Резервного фонда, несомненно, приостановило свободное падение российского

РИСУНОК 3: Активы российских суверенных фондов



Источник: Министерство финансов России

выпуска во время недавнего мирового кризиса, доходы госбюджета России останутся весьма неустойчивыми, до тех пор пока они будут привязаны к цене на нефть. в 2009 году бюджетный дефицит России составил 5,9% ВВП и стал первым дефицитом за десять лет. В будущем важно, чтобы Россия усовершенствовала свое налоговое-бюджетное ограничение и механизмы доступа к капиталу фондов и накопления капи-

тала, а также радикально изменила текущую модель сбора доходов. Явное привязывание государственных доходов к мировым ценам на нефть — плохой метод управления бюджетом, не говоря уже о том, что это скверный способ хозяйствования.

В будущем важно, чтобы Россия усовершенствовала свое налоговое-бюджетное ограничение и механизмы доступа к капиталу фондов и накопления капитала, а также радикально изменила текущую модель сбора доходов

ПРИШЛО ЛИ ВРЕМЯ ДЛЯ ИНДИЙСКОГО ФОНДА?

В 1991 году, в результате самого худшего экономического кризиса из всех, что когда-либо переживала Индия, ее валютные резервы упали до ничтожной отметки в 1 млрд долларов США. Заглянув в пропасть, Индия начала проводить реформы, призванные помочь ей перейти к свободному рынку. в настоящее время благодаря солидному экономическому росту и увеличению прямых иностранных инвестиций валютные резервы Индии возросли примерно до 280 млрд долларов США; в результате разгорелись дебаты о том, не пора ли второй самой быстрорастущей экономике мира завести собственный фонд суверенного благосостояния.

Должна ли Индия последовать за Бразилией, Россией и Китаем и создать свой собственный фонд? Краткий ответ — «нет». Индийская экономика просто-напросто не выполняет структурных и ресурсных требований, чтобы накопить излишек капитала, необходимый для создания фонда. в отличие от России — и в скором времени Бразилии, — у Индии нет достаточного объема ценных сырьевых товаров для поставки на экспорт, чтобы сформировать большие положительные сальдо счета текущих операций. в настоящее время у нее также отсутствует необходимая экономическая структура, которая позволила бы ей иметь крупные положительные сальдо счета текущих операций, — ее норма внутренних сбережений мала по сравнению с темпом роста внутренних инвестиций (индийский госбюджет имеет устойчиво крупный дефицит). На самом деле те небольшие дефициты счета текущих операций, которые Индия имела с 2000 года, в грядущем десятилетии, скорее всего, увеличатся, поскольку доля внутренних инвестиций в ее ВВП продолжает расти.

Несмотря на то что индийские валютные резервы к началу 2010 года выросли до солидной отметки в 278 млрд долларов США, они ничтожны по сравнению с китайскими резервами. Народный банк Китая держит в виде резервов свыше 50% ВВП, тогда как Индия — всего

лишь чуть более 20%. У Индии просто слишком мало избыточного капитала, чтобы создать суверенный фонд благосостояния.

Основное внимание индийские разработчики политики уделяют не столько тщеславным планам создания суверенного фонда благосостояния, который использовал бы столь необходимый капитал, сколько реформированию экономики. Научные исследования показывают, что стра-

Страны, имеющие суверенные фонды благосостояния, не растут быстрее или стабильнее, чем страны, не имеющие таких фондов, и что их создание не приносит государству ощутимых выгод

ны, имеющие суверенные фонды благосостояния, не растут быстрее или стабильнее, чем страны, не имеющие таких фондов, и что их создание не приносит государству ощутимых выгод. Кроме того, страны, создавшие суверенные фонды благосостояния, обладают крупными суммами избыточного капитала, которые им приходится инвестировать в международные рынки капитала, чтобы снизить давление на обменный курс их национальной валюты и инфляционное давление. Чаще всего это присуще экспортерам сырьевых товаров или странам, которые имеют структурные положительные сальдо торгового баланса при фиксированном или регулируемом обменном курсе, но ни тот, ни другой случай не применим к Индии.

КИТАЙСКАЯ ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОРПОРАЦИЯ: ХРАНИТЕЛЬ НАЦИОНАЛЬНОГО БОГАТСТВА КИТАЯ?

В январе 2000 года, на заре нового тысячелетия, Государственное валютное управление (ГВУ) Китая распорядилось огромными и быстро растущими валютными резервами. Капиталу примерно в 160 млрд долларов США, которым ГВУ управляло на тот момент, в течение следующего десятилетия суждено было стремительно вырасти, достигнув к апрелю 2010 года 2,4 трлн долларов. Быстрое расширение экспорта, приводившее к образованию большого положительного сальдо, было вызвано двумя факторами. Во-первых, немедленное и значительное воздействие на экспорт оказало

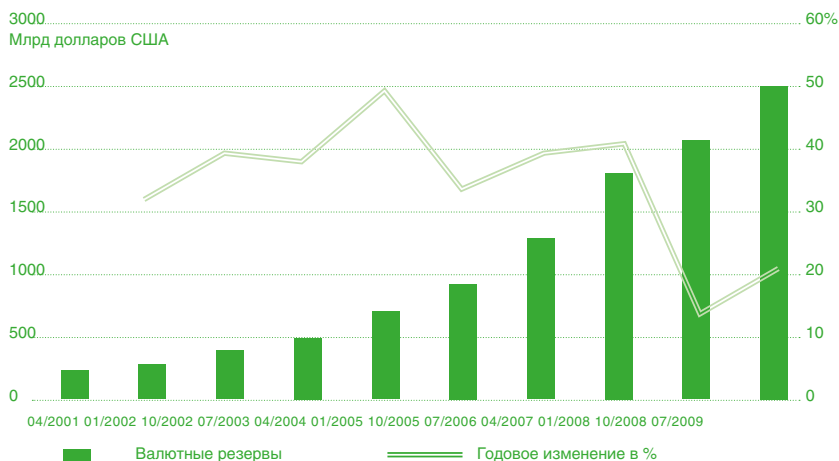
С момента вступления Китая в ВТО его экспорт увеличивался в среднем на 19% в год

вступление Китая во Всемирную торговую организацию (ВТО). Когда в 2001 году Китай вступил в ВТО, он экспортировал в США товаров на 102 млрд долларов. к 2004 году экспорт увеличился почти вдвое, составив 196 млрд долларов, а к 2008 году этот показатель вырос еще на 72%, достигнув 337 млрд долларов США. С момента вступления Китая в ВТО его экспорт увеличивался в среднем на 19% в год, превышая темпы роста мировой торговли, которые она демонстрировала в период быстрого развития экономики. Другие факторы также способствовали росту китайского экспорта, однако членство в ВТО усилило их.

Во-вторых, использование режима фиксированного обменного курса при одновременном управлении крупными положительными сальдо счета текущих операций вынуждает Китай стерилизовать массовый приток долларов в страну, чтобы предотвратить удорожание юаня по отношению к доллару США. Как следствие, центральному банку приходится непрерывно покупать крупные суммы избыточных долларов, чтобы поддерживать привязку юаня к доллару. Это породило еще одну проблему, связанную с хранением столь больших резервов в наличной форме или в форме долговых обязательств с низкой доходностью. в январе 2001 года китайские валютные резервы составили 168 млрд долларов США, а к марту 2010 года они увеличивались более чем на 1 млрд в день и достигли 2,45 трлн долларов.

Ежегодно Китай, владеющий наличностью и государственными облигациями с низкой доходностью, терял примерно 10% реальной стоимости своих валютных резервов в результате инфляции и нереализованной прибыли. в 2007 году валютные резервы Китая составили 1,5 трлн долларов США, а это означало, что его реальные убытки по совокупным активам достигали 150 млрд долларов США. В 2007 году это соответствовало почти 5% ВВП. С учетом текущих размеров выраженных в долларах активов даже небольшое удорожание националь-

РИСУНОК 4: Валютные резервы Китая



Источник: Народный банк Китая

ной валюты могло вызвать убытки более чем на 250 млрд долларов США. Реальные убытки и альтернативные затраты хранения столь крупных валютных резервов превращались во все более острую проблему. Поскольку валютные резервы предназначены для обеспечения рынков капитала и торговых рынков ликвидностью, для упрощения международных операций, а не для использования в качестве инвестиционного капитала, Китай накопил резервы, намного превышающие запасы, необходимые для данной цели. Именно осознание процесса увеличения этих убытков привело к учреждению в 2007 году Китайской инвестиционной корпорации (КИК) с капиталом в 200 млрд долларов США. Фонду было поручено инвестировать в более рискованные активы, приносящие более высокую доходность. Сохранение реальной стоимости совокупных валютных резервов требует, чтобы КИК получала приблизительно 10% годовых для покрытия своих затрат на капитал.

Хотя на момент создания КИК ГВУ держало 1,5 трлн долларов США, оно хотело избежать прямой передачи капитала, при которой активы Народного банка Китая и нового фонда были бы разделены, поэтому был выбран вариант выпуска единых облигаций. Министерство финансов выпустило 1,6 трлн выраженных в юанях облигаций со

В 2007 году валютные резервы Китая составили 1,5 трлн долларов США, а это означало, что его реальные убытки по совокупным активам достигали 150 млрд долларов США

сроками погашения 10 и 15 лет и доходностью 4,3–4,68%, которые должен был держать центральный банк, а затем приобрело у ГВУ 200 млрд долларов валютных резервов. Для того чтобы выполнить целевой показатель инвестирования 50% средств внутри страны, КИК снова обратила значительную часть этих 200 млрд долларов США в юани.

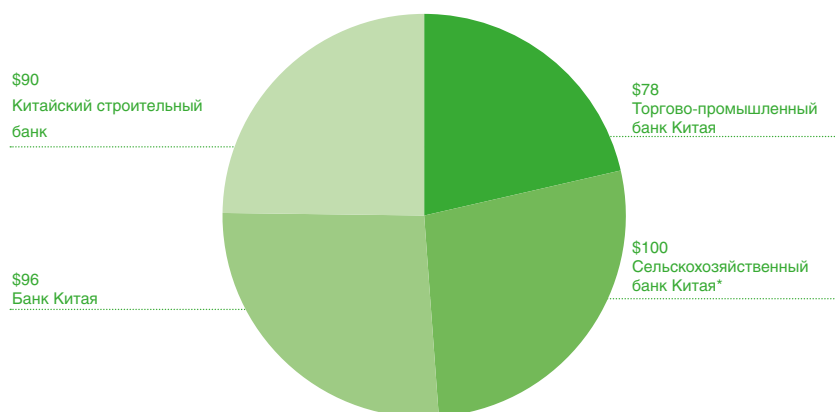
Новый китайский суверенный фонд благосостояния обладает рядом отличительных характеристик. Во-первых, КИК является единственным суверенным фондом благосостояния в мире, созданным на основе заемного капитала. Несмотря на то что фонд должен другому государственному органу, держащему основной капитал, других суверенных фондов благосостояния, которые инвестировали бы исключительно заемный капитал, не существует. Во-вторых, с учетом того, что КИК дважды в год производит уплату по облигациям, ее внутреннее финансовое управление больше напоминает управление пенсионным фондом, которое требует более высокой ликвидности и регулярных платежей по своим обязательствам. Необходимость хранить большие суммы наличности для удовлетворения долговых обязательств усложняет задачу и не позволяет КИК использовать стратегию премии за ликвидность, применяемую другими институциональными инвесторами, которые занимаются долгосрочными вложениями. В-третьих, из-за структуры своих заемных средств, имеющих срок погашения 10 и 15 лет, КИК должна извлекать прибыль из разницы между доходностью акций и затратами на обслуживание своей задолженности. Если доходность акций остается более высокой, чем затраты на обслуживание задолженности, то КИК может получать неплохую прибыль. Если доходность акций падает или остается отрицательной в течение длительного периода, то это может создать для КИК серьезные трудности вследствие использования заемных средств и необходимости совершать платежи по своим долговым обязательствам. В-четвертых, выраженные в юанях долговые обязательства побуждают КИК инвестировать в китайские акции, поскольку иностранная валюта и даже местные ценные бумаги с фиксированным доходом приносят слишком низкую отдачу, чтобы пойти на риск вложения в них. Иными словами, обращение капитала в доллары с целью диверсификации фондового риска сопряжено со значительным валютным риском, с учетом того, что в настоящее время обменный курс юаня по отношению к доллару занижен и что КИК имеет перед центральным банком выраженные в юанях долговые обязательства.

Обратив внимание на момент создания КИК в конкретных мировых экономических условиях, руководство приняло стратегическое и операционное решение приступить в 2008 году к постепенному увеличению инвестиций. Мировой финансовый кризис привел к существенному по-

вышению риска и нанес урон репутации КИК — это было связано с недостаточно просчитанными инвестициями в Blackrock и Morgan Stanley, ценные бумаги которых она приобрела либо до, либо во время кризиса. Полный крах некоторых из широко разрекламированных инвестиций этих компаний вызвал озабоченность КИК и умерил ее склонность к риску. в результате в 2008 году КИК хранила почти 90% своего мирового капитала в денежных и аналогичных инструментах, получая небольшую отрицательную отдачу в размере -2,1%.

В то время как другую половину средств КИК предполагалось вложить в мировой капитал, в момент создания фонда примерно 70 млрд долларов США было использовано КИК для приобретения у ГВУ компании Central Huijin Investment Company (CHIC). CHIC представляла собой учреждение, созданное в начале десятилетия с целью рекапитализации и реструктуризации крупных китайских государственных банков, таких как Банк Китая, Сельскохозяйственный банк Китая и Торгово-промышленный банк Китая, которые в основном обанкротились в конце 1990-х годов. Хотя они были куплены за 70 млрд долларов США, на портфельной основе активы КИК в крупных китайских государственных банках в настоящий момент стоят 365 млрд долларов, как показано на рисунке 5. Иными словами, если бы КИК оценивала свои внутренние активы на портфельной основе, то они были бы вдвое больше объявленной стоимости КИК. Внутренние активы КИК в государственных банках делают ее одним из крупнейших суверенных фондов благосостояния в мире.

РИСУНОК 5: Как превратить 67 млрд долларов в 365 млрд: стоимость портфеля внутренних активов КИК



* Стоимость Сельскохозяйственного банка Китая представляет собой результат оценки, поскольку его акции не котируются на бирже.
Все величины выражены в млрд долларов США

Источник: Central Huijin Investment и Bloomberg

СНІС, действующая от имени китайского правительства, является мажоритарным акционером этих и других банков, даже если они официально зарегистрированы на бирже. в то время как свои мировые инвестиции КИК оценивает на портфельной основе, используя ежедневную переоценку срочных биржевых позиций с учетом колебания курсов акций, свои внутренние инвестиции она оценивает на основе балансового дохода как мажоритарный акционер. Хотя это законный и общепринятый метод, он позволил КИК отчитаться в значительной прибыли от своих внутренних банковских активов. Если бы в 2008 году она оценивала свои внутренние инвестиции на портфельной основе, подобно тому как она это делает в отношении своих мировых активов, то ей пришлось бы сообщить о более чем 40 процентных убытках по своим внутренним активам. Это означало бы, что, хотя КИК должна получать доходы, превышающие ее затраты на капитал, ее фактические портфельные убытки составили бы более 20%. Интересно узнать, станет ли КИК и впредь использовать такой метод бухгалтерского учета, особенно в те годы, когда курсы банковских акций будут превышать отдачу, рассчитанную с помощью метода учета доходов. Предпочтение, которое КИК отдает методу полученного дохода для оценки своих банковских активов, также делает ее крупнейшим в мире банком, поскольку она владеет всеми крупными банками Китая.

В 2009 году Китай начал увеличивать свои запасы иностранных активов с целью распределения своего мирового капитала примерно к 2010 году. Его портфель иностранных активов представлен в основном акциями. Поскольку внутренний инвестиционный капитал КИК ограничен ее фиксированными вкладами в государственных банках и она не имеет дополнительного капитала, у нее нет достаточных средств для инвестирования внутри страны. КИК инвестирует в акции, частный капитал и хеджевые фонды, пытаясь диверсифицировать свой портфель. Вложения в американские акции сконцентрированы главным образом на Morgan Stanley, Blackrock, Teck Resources и биржевых индексных фондах (БИФах).

Осуществляя такую инвестиционную стратегию, КИК подвергает себя различным рискам. Во-первых, долговые обязательства КИК выражены в юанях, поэтому любой сдвиг в валютной политике может оказать серьезное отрицательное воздействие на их доходность и способность КИК погасить свои облигации. Иными словами, валют-

В 2009 году Китай начал увеличивать свои запасы иностранных активов с целью распределения своего мирового капитала примерно к 2010 году

ный риск лишь увеличился, поскольку инвестиционный портфель КИК представлен активами, выраженными в долларах, тогда как его обязательства выражены в юанях.

Во-вторых, вклады КИК концентрируются на небольшом круге отраслей, которые тесно коррелируют с общей экономической активностью и имеют базовые активы с неустойчивой стоимостью. Принадлежащие КИК акции сосредоточены в финансовом секторе, секторах природных ресурсов и основных материалов, причем КИК держит значительные пакеты в таких компаниях, как AngloGold, Arcelormittal, Freeport-McMoran, Kinross Gold, Bank of America и Citigroup. Акции финансовых, сырьевых компаний и компаний, производящих основные материалы, характеризуются сильными колебаниями и сильно коррелируют с мировой экономической активностью. КИК демонстрирует большую склонность к риску, размещая свои капиталы в этих отраслях.

В-третьих, хотя КИК и приобретает большое количество БИФов, ее распределение риска по секторам диверсифицировано в меньшей степени, чем кажется на первый взгляд. БИФы также сосредоточены в финансовом секторе, секторе сырьевых товаров, энергоносителей и основных материалов. Такая стратегия приводит к сильной концентрации и увеличению риска КИК и порождает значительную неустойчивость, поскольку эти компании зависят от испытывающих сильные колебания цен на сырьевые товары. Если принять во внимание использование заемного капитала и структуру портфеля, КИК является самым рискованным суверенным фондом благосостояния в мире. ГВУ, которое начало расширять свою деятельность по управлению инвестициями, создавая конкуренцию КИК, аналогичным образом совершает инвестиции в сырьевые товары, энергоносители, финансы и основные материалы (в частности, оно вложило средства в компании British Petroleum и Rio Tinto). Хотя подтверждений ненадлежащего влияния портфельных вложений Китая в настоящее время нет, приобретение китайцами значительных пакетов акций в этих отраслях вызывает известные опасения в определенных политических кругах, представители которых полагают, что эти инвестиции имеют политическую подоплеку.

Финансовый кризис 2008 года усилил озабоченность относительно возможного использования в политических целях суверенных фондов благосостояния в Европе и США. Несмотря на то что к настоящему моменту КИК приобрела большие пакеты акций в таких компаниях, как Blackrock и Morgan Stanley, до сих пор она демонстрировала прекрасную способность управлять своими инвестициями, при этом ее методы не имеют ничего общего с политикой. Поскольку КИК продолжает расти и все больше свыкается со своей ролью хранителя нацио-

нального богатства Китая, со временем она может пожелать воспользоваться своими правами акционера. Существуют два аспекта, которые могли бы привести в смятение тех, кого беспокоит, что в перспективе КИК начнет поигрывать своими политическими мускулами. Во-первых, являясь мажоритарным собственником всех крупных китайских банков, КИК уже обладает достаточным влиянием, связанным с деятельностью этих финансовых учреждений как внутри страны, так и за рубежом. Вследствие подчеркнута политического характера этих внутренних активов КИК может оказывать воздействие в большей степени внутри страны или за счет корпоративного расширения, чем напрямую, путем проявления инвестиционной активности. КИК подчеркивает, что ее международные инвестиции не связаны между собой и обусловлены исключительно финансовыми интересами, тогда как ее внутренние вложения осуществляются в политических целях и в целях поддержания стабильности. в определенный момент эти два стимула могут вступить в противоречие друг с другом. Во-вторых, растет обеспокоенность тем, что китайский и другие суверенные фонды благосостояния скупают «стратегически важные» отрасли. Портфель КИК сильно сконцентрирован на природных ресурсах, энергоносителях, основных материалах и финансах. Поскольку геополитический баланс сил постоянно смещается, кое-кто опасается, что Китай может во все большей степени использовать свое участие в этих зарубежных компаниях для извлечения политических, а не финансовых выгод.

Финансовый кризис 2008 года усилил озабоченность относительно возможного использования в политических целях суверенных фондов благосостояния в Европе и США

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Суверенные фонды благосостояния стран БРИК в дальнейшем вполне могут стать более важными экономическими игроками. Основные факторы, способствующие сохранению положительного сальдо этих фондов в России и Китае (а теперь и в Бразилии), по всей видимости, продолжают действовать и в ближайшем будущем. Ожидается, что цены на энергоносители будут держаться на высоком уровне, особенно в условиях мирового экономического подъема, тогда как положительное сальдо счета текущих операций Китая в последующие годы должно оставаться весьма значительным в результате его устойчиво

высоких внутренних сбережений.

Суверенные фонды благосостояния могут играть важную роль в обеспечении внутреннего экономического развития. Однако они могут привести и к расточению богатства вследствие скверного экономического и финансового управления. Основная задача российского и бразильского фондов в грядущие годы заключается в том, чтобы четко продемонстрировать навыки осторожного финансового управления. Суверенные фонды благосостояния этих

стран и макроэкономика в более широком смысле лишь выиграют, если государственные расходы и инвестиции будут в меньшей степени коррелировать с нестабильными ценами на энергоносители и другие сырьевые товары. России и Бразилии имеет смысл брать пример с Норвегии, которая ограничивает государственные расходы, лимитируя дефицит госбюджета 4% ВВП, создаваемого за пределами нефтяного сектора. Это привязывает правительство к более широкой реальной экономике, ослабляя его зависимость от колебаний мировых цен на нефть.

Что касается Китая, то важнейшей экономической задачей для его суверенного фонда благосостояния будет, скорее всего, не налоговобюджетная осторожность (правительство не пользуется средствами фонда), а поиск надлежащих инвестиционных каналов для постоянно растущего капитала КИК. Китай растратил немалую часть с таким трудом заработанного богатства целого поколения, в течение длительного времени вкладывая его в низкодоходные активы. Он больше не может позволить себе наблюдать за тем, как его сбережения обесцениваются на фоне старения населения, которое происходит быстрее, чем в какой-либо другой стране мира. С учетом огромных размеров

Основные факторы,
способствующие сохранению
положительного сальдо этих
фондов в России и Китае
(а теперь и в Бразилии), по
всей видимости, продолжают
действовать и в ближайшем
будущем

валютных резервов Китая (и, в свою очередь, потенциальных размеров КИК в кратко- и среднесрочной перспективе) поиск надлежащего класса активов для размещения средств, а также инвестиционной стратегии, которая развивалась бы по мере роста фонда, приобретает первостепенное значение.

Указанным фондам необходимо будет структурировать свою инвестиционную стратегию с учетом более общего экономического контекста. Сырьевые фонды, поступления которых зависят от нестабильных мировых цен, должны вкладывать сравнительно более высокую долю своих средств в инструменты с низким риском и фиксированным доходом. Россия проделала неплохую работу в этом направлении, однако ей следует улучшить свой налогово-бюджетный контроль. Бразилия указала, что намерена сосредоточить свои инвестиции в большей степени на активах с фиксированным доходом, хотя ее управление, имеющее явную политическую ориентацию, не внушает доверия. Несырьевым фондам (например, в случае Китая) вследствие присущей им более низкой изменчивости следует вкладывать больше средств в акции и альтернативные инструменты. Однако они должны принять во внимание свою внутреннюю финансовую структуру и уменьшить уязвимость международных инвестиций вследствие высокого валютного риска, который связан с режимом фиксированного обменного курса.

Если эти новые суверенные фонды благосостояния сумеют преодолеть перечисленные экономические и финансовые препятствия и будут процветать, укрепляя суверенное благосостояние и в то же время смягчая трудности, связанные с циклами деловой активности, то сам их успех создаст еще одну огромную проблему — на сей раз политического характера. Развитые страны и прежде испытывали озабоченность в связи с тем, что их активы оказываются в руках представителей тех культур, которые не разделяют их системы ценностей. В 1970-х годах это было приобретение недвижимости на нефтедоллары, притекавшие из стран Персидского залива. Законное беспокойство у западных демократических государств вызывает возможность того, что в какой-то момент эти суверенные фонды благосостояния, достигнув определенной критической массы, смогут стать мощными инструментами планирования и достижения целей соответствующих стран. Вот почему новые гиганты международных финансов должны ослабить эти опасения, радикально повысив прозрачность своих фондов и ответственность перед внешним миром. Любопытно, что мировой экономический спад создал для суверенных фондов благосостояния (которые, по общему мнению, внесли наименьший вклад в недавние рыночные потрясения) реальную возможность совершить акт доброй воли; кроме того, было бы разумно и впредь придерживаться этого направления.

Автор: Кристофер Балдинг
(научный сотрудник)
Главный редактор: Сэм Парк,
(Ph.D., spark@skolkovo.org)

Московская школа управления СКОЛКОВО – совместный проект представителей российского и международного бизнеса, объединивших усилия для создания с нуля бизнес-школы нового поколения. Делая упор на практические знания, Московская школа управления призвана воспитывать лидеров, рассчитывающих применять свои профессиональные знания в условиях быстрорастущих рынков. СКОЛКОВО отличают: лидерство и предпринимательство, фокус на быстроразвивающиеся рынки, инновационный подход к методам обучения.

Проект Московской школы управления СКОЛКОВО реализуется по принципу частно-государственного партнерства в рамках приоритетного национального проекта «Образование». Проект финансируется исключительно на средства частных инвесторов и не использует средства государственного бюджета. Председателем Международного Попечительского совета СКОЛКОВО является Президент Российской Федерации Дмитрий Анатольевич Медведев.

С 2006 года СКОЛКОВО проводит краткосрочные образовательные программы Executive Education для руководителей высшего и среднего звена – программы в открытом формате, а также специализированные, разработанные по запросу компаний интегрированные модули. В январе 2009 года началась первая программа Executive MBA, в сентябре 2009 года – первая международная программа Full-time MBA, в январе 2010 года стартовала вторая программа Executive MBA. Сейчас идёт набор студентов на программы MBA и Executive MBA, которые начнутся в сентябре 2010 года.

Московская школа управления СКОЛКОВО

Россия, Московская область
Одинцовский район
1-й км Сколковского шоссе
тел.: +7 495 580 30 03
факс: +7 495 994 46 68

Институт исследования быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО (SIEMS). Возглавляемый профессором Сын Хо “Сэм” Пак и расположенный в Пекине (Китай) Институт стремится стать лидирующим научно-исследовательским центром по изучению быстрорастущих экономик, уделяющий особое внимание России, Китаю и Индии. Работа института сфокусирована на предоставлении справочных материалов обществу, корпоративным менеджерам и чиновникам путем создания точных, но практических знаний в целом комплексе сфер, включая сферы государственной и макроэкономической политики, промышленности и технологий, а также в сфере разработки корпоративных стратегий.

Исследования Института являются междисциплинарными, они основаны на сотрудничестве и привлечении ученых со всего мира и охватывают различные области общественных наук через сравнительный подход к анализу данных, полученных из этих трех стран. Среди исследователей Института есть как представители трех основных стран, работающих на постоянной основе, так и сотрудники из других областей, в настоящее время активно задействованные в исследовании быстрорастущих рынков. Институт стремится стать центром для создания, распространения и обмена знаниями среди ученых и менеджеров, имеющих дело с быстрорастущими рынками по всему миру посредством регулярного участия в круглых столах и форумах. Исследовательские продукты Института распространяются главным образом через рабочие документы, отчеты, книги, статьи и конференции, посвященные специальным темам.

Институт исследования быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО

Китай, 100101, Пекин
Unit 1607-1608, North Star Times Tower
No. 8 Beichendong Road, Chaoyang District
тел./факс: +86 10 6498 1634

«Эрнст энд Янг» является международным лидером в области аудита, налогообложения, сопровождения сделок и консультирования. Коллектив компании насчитывает 144 000 сотрудников в разных странах мира, которых объединяют общие корпоративные ценности, а также приверженность качеству оказываемых услуг. Мы создаем перспективы, раскрывая потенциал наших сотрудников, клиентов и общества в целом.

С открытием нашего московского офиса в 1989 году мы стали первой международной фирмой по оказанию профессиональных услуг в России и Содружестве Независимых Государств. Мы постоянно расширяем наши услуги и ресурсы с учетом потребностей клиентов в различных регионах СНГ. В 16 офисах нашей фирмы (в Москве, Санкт-Петербурге, Новосибирске, Екатеринбурге, Тольятти, Южно-Сахалинске, Алматы, Астане, Атырау, Баку, Киеве, Донецке, Ташкенте, Тбилиси, Ереване и Минске) работают 3400 специалистов.

Специалисты «Эрнст энд Янг» являются признанными лидерами в своих профессиональных областях, они применяют передовые ноу-хау во всех отраслевых направлениях нашей деятельности. Мы оказываем содействие клиентам в области управления бизнес-рисками, а также в поиске действенных решений и новых возможностей для развития их компаний. Накопленный нами более чем 20-летний опыт работы в странах СНГ позволяет нам предоставлять клиентам наиболее ценную информацию и, опираясь на проверенные ресурсы нашей организации, создавать основу для улучшения показателей деятельности и повышения прибыльности компаний.

Ernst & Young

Россия, 115035, Москва, Садовническая наб., д. 77, стр. 1

Тел: +7 (495) 755 9700

Факс: +7 (495) 755 9701

E-mail: moscow@ru.ey.com

Website: www.ey.com

Московская школа управления СКОЛКОВО

Россия, Московская область

Одинцовский район

1-й км Сколковского шоссе

тел.: +7 495 580 30 03

факс: +7 495 994 46 68

info@skolkovo.ru

www.skolkovo.ru

Институт исследования быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО

Китай, 100101, Пекин

Unit 1607-1608, North Star Times Tower

No. 8 Beichendong Road, Chaoyang District

тел./факс: +86 10 6498 1634