

# МЕСТО ПОД СОЛНЦЕМ

«Даже спустя десять лет после начала глобального финансового кризиса 2008 года рынки по-прежнему ощущают финансовые и экономические последствия этого «чёрного лебедя». Никто не ожидал, что Lehman Brothers обанкротится, все думали, что эта компания слишком велика, чтобы потерпеть неудачу. До сих пор остаётся неясным, почему ФРС США не пошла на её спасение», — публичными комментариями примерно такого содержания было отмечено десятилетие банкротства одного из крупнейших инвестиционных банков США, которое стало самым большим испытанием на прочность для индустрии управления активами.

## Рождение сверхнового рынка

На самом деле магия Леман Бразерз, сила его почти 160-летнего бренда была настолько велика, что никому не хотелось верить в возможность заката легендарной мегазвезды.

За три месяца до банкротства Леманов, на фоне публикации отчётов о рекордных убытках компании в объёме \$2,8 млрд во втором квартале 2008 года, одна из крупнейших управляющих компаний мира BlackRock не просто купила на Нью-Йоркской фондовой бирже акции своего давнего клиента, её топ-менеджер публично прокомментировал покупку, демонстрируя уверенность в будущем компании. «У нас есть уверенность в фирме, в её руководстве, — заявил журналистам президент BlackRock Роб Капито (Rob Kapito) по результатам размещения акций Lehman Brothers, состоявшегося 9 июня 2008 года. — У них есть история, команда, центр принятия решений и уверенная стратегия на рынке, они изо всех сил стараются реализовать это».

BlackRock действительно верил или пытался подставить плечо? В ходе последнего в своей истории размещения акций Леман Бразерз выручил \$6 млрд, акции компании выросли на 7,3%. Но спасти инвестиционный банк от краха это уже не помогло.

Во всей дальнейшей истории выхода финансовой системы Америки из кризиса управляющая компания BlackRock и лично её главный исполнительный директор Ларри Финк (Larry Fink) станут фактически чуть ли не главными действующими лицами масштабной спасательной операции. Ларри Финк будет консультировать ФРС США, BlackRock получит в управление заблокированные токсичные активы, через него пройдут сотни миллиардов долларов финансового потока по программе количественного смягчения.

Но историческая роль Ларри Финка в эпицентре финансового кризиса заключалась тогда не только в денежных вопросах. По свидетельству

журнала Fortune, в то время, когда кредитно-рейтинговые агентства, такие как Moody's и Standard&Poor's, потеряли своё лицо, оценки BlackRock стали де-факто в системе расплывающихся координат своего рода знаком качества, которому доверяли и покупатели, и продавцы проблемных активов.

На авторитете BlackRock мир доверительного управления вставал на путь восстановления из пепла.

В июне 2009 года состоялась одна из крупнейших сделок в индустрии управления капиталом: BlackRock приобрёл Barclays Global Investors у британского банковского гиганта Barclays примерно за \$13,5 млрд. После закрытия сделки BlackRock получил в управление дополнительные активы в размере более \$2,7 трлн, по сумме заметно опередив своих главных конкурентов — State Street и Fidelity Investments.

За первый год развития глобального финансового кризиса акции BlackRock выросли на 48%. Выводя мир Wall Street из глубочайшей депрессии, Ларри Финк стремительно наращивал свою империю. Во вселенной управления активами из чёрной дыры Леман Бразерз родилась новая сверхновая звезда.

Начиная с 2009 года BlackRock прочно удерживает позиции лидера на глобальном рынке доверительного управления. В 2018 году под управлением компании находятся активы свыше \$6 трлн, что в 12 раз превышает активы обанкротившегося Lehman Brothers.

В разгар кризиса суммарные активы 500 крупнейших управляющих компаний мира упали почти на четверть — на фондовых рынках шла большая распродажа по сниженным ценам. Вселенная управления активами провалилась в чёрную дыру. Последовавшие за этим действия и оценки регуляторов, политиков, экспертов, инвесторов, общественности, СМИ нескончаемым потоком обрушились на управляющие компании всеми стихиями одновременно: будто случились всемирный потоп, вселенский пожар и ядерный взрыв в одно мгновение.



Извлекая уроки из глобального финансового кризиса, за 10 прошедших лет система регулирования индустрии управления активами полностью изменилась. Меры стимулирования с одновременным ужесточением контроля за рисками восстановили динамику спроса на финансовые услуги. Однако докризисный мир, в котором привыкли действовать доверительные управляющие, безвозвратно ушёл в прошлое.

По своим объёмным показателям глобальный рынок управления активами, упав в 2008 году до \$53 трлн, полностью восстановился через пять лет — к концу 2013 года. В конце 2016 года совокупный объём активов под управлением крупнейших 500 управляющих компаний мира составил \$81,2 трлн, из них \$34,3 трлн находились в доверительном управлении 20 крупнейших УК.

За минувшее десятилетие произошло заметное увеличение доли управляющих компаний из США: в конце 2007 года их было 41,6%, в конце 2017 — около 55%. Наряду с этим произошло увеличение доли управляющих компаний из развивающихся стран — Китая, Бразилии, Южной Кореи. В то же время снизилась доля управляющих компаний из Японии и Европы.

В настоящее время из 20 крупнейших УК 10 являются независимыми управляющими компаниями, 7 представлены банковскими организациями, 3 управляющие компании входят в страховые группы. Наибольший прирост активов наблюдался в последние годы в сегменте независимых УК. В портфелях лидеров рынка большую часть активов составляют традиционные финансовые инструменты — 78,7%, при этом доля акций составляет 44,3%, облигаций — 34,4%.

На конец 2017 года в 13 компаниях активы под управлением превышали \$1 трлн. В 2008 году таких компаний было только 5. Примечательно, что внутри группы «триллионников» 10 лет назад разрыв был минимальным: лидеры рынка располагались очень плотно друг к другу, отставая от впереди стоящего по объёму активов на \$100–200 млрд.

Через 10 посткризисных лет BlackRock и Vanguard достигли кратного отрыва — под их управлением свыше \$6 трлн и \$4 трлн соответственно на фоне одного-двух у ближайших конкурентов.

В результате посткризисного восстановления глобальная индустрия управления активами не просто выжила, но и упрочила свои позиции, заняв качественно новое место под солнцем глобального мира. Для индустрии управления активами последние 10 лет были периодом посткризисного восстановления в условиях новых мегатрендов, которые развивались во внешнем мире.

Пределы привычного мира меняются, это факт. Самые влиятельные силы в этом движении — технологии, демография, мобильность, климат и новое неравенство. Последовательность перечисления не имеет никаких приоритетов, слова можно располагать в произвольном порядке. Масштаб процессов глобализации этих трендов уже сложно принимается сознанием человека и вызывает опасения даже у самых продвинутых интеллектуалов.

Роботы всё больше заменяют людей. И мы опасаемся, что через несколько лет они не возьмут на работу наших детей.

Человеческая популяция неизбежно стареет. Но мы не решаемся признать, что парадигма пожизненного накопления для обеспечения старости вступает в прямой конфликт с парадигмой стимулирования потребления, которая лежит в основе современного капитализма.

Время и расстояния смещаются. А мы сомневаемся, будет ли человеку комфортно жить в массовой экономике пользования, которая так стремительно приходит на смену экономике персонального владения.

Климат угрожающе меняется. И мы искренне волнуемся, успеют ли люди договориться и совместно осуществить необходимые действия до очередного всемирного потопа.

Новое неравенство расширяется. Но мы не останавливаемся, постоянно увеличивая многослойные диспропорции и разрывы между достатком и неблагополучием, возможностью и недоступностью.



## Алгоритмы меняют правила

2 августа 2018 года рыночная капитализация компании Apple превысила \$1 трлн. Вечером того же дня генеральный директор компании Тим Кук направил сотрудникам письмо, в котором наряду с поздравлениями с этим историческим достижением написал: «... стоимость компании — не главное мерило нашего успеха. Финансовая отдача — всего лишь результат инновационной деятельности Apple, того, что мы ставим наши продукты и пользователей во главу угла и всегда остаёмся верными своим ценностям».

Поблагодарив команду Apple за работу по вечерам, незапланированные командировки и превосходный результат, он обратился к ценностям компании: «Стив основал Apple с верой в то, что сила человеческого творчества способна решать даже самые большие проблемы, и что безумцы, верящие в свою способность изменить мир, однажды сделают это».

Похоже, технологические «безумцы» из компании Apple вместе с сотнями других больших и малых компаний технологического сектора уже сделали это. Искусственный интеллект не является больше фантастикой, это реальность: самообучаемые программы живут, работают и отдыхают рядом с нами в новых технологиях и сотнях физических форм.

Существует версия, что на рынок управления активами первых роботов, самостоятельно принимающих решения о сделках с биржевыми финансовыми инструментами, привёл в 70-х годах прошлого века Эдвард Торп (Edward Oakley Thorp). Будучи профессором математики Калифорнийского университета в Ирвайне (University of California, Irvine) и в Массачусетском технологическом институте, он первым применил количественный анализ для оценки направления движения рынка. Торп создал математический алгоритм, который определял вероятность роста или снижения цен акций на бирже.

Кстати, крестный отец алгоритмической торговли был «по совместительству» заядлым карточным игроком. Ещё до разработки подходов к алгоритмической торговле ценными бумагами неистовая увлечённость блэк-джеком вкупе с пре-

красным математическим складом ума привели Эда Торпа к созданию собственной системы подсчёта карт, применение которой значительно повышало возможность выигрыша. Для проверки своей теории на практике Торп привлёк соучастников — студентов Калифорнийского университета, а также хорошо известного в Лас-Вегасе профессионального игрока. Эксперимент проходил на разных площадках — в больших и маленьких казино Невады. Получилось! Все дисциплинированные помощники Эда Торпа, хорошо освоившие его методику, получили существенные выигрыши.

Весть о чудо-рецепте Торпа быстро распространилась среди многочисленной армии фанатов блэк-джека. В 1962 году профессор выпустил книгу «Победи дилера» (Beat the Dealer). В этой книге автор обосновывает свою теорию и приводит многочисленные примеры её удачного применения на практике. Книга быстро стала мировым бестселлером, за короткий срок было продано больше миллиона экземпляров, а управляющие казино были вынуждены внести серьёзные изменения в стратегию взаимодействия с клиентами за карточным столом.

Строго научный подход к игре в блэк-джек лёг в основу дальнейшего пути профессора математики из казино на фондовую биржу. Мир устроен по математике, считал Эдвард Торп — и стал успешным менеджером хедж-фонда, где он стал применять математические алгоритмы при управлении портфелями ценных бумаг.

Следующий этап проникновения искусственного интеллекта (Artificial Intelligence, AI) в торговлю ценными бумагами связан с именем Роберта Кархарта Мертона (Robert Carhart Merton) — известного американского экономиста, лауреата Нобелевской премии по экономике 1997 года, полученной за новый метод определения стоимости опционов. Кстати, Роберт Мертон был сыном известного американского социолога Роберта Кинга Мертона — выходца из России.

На практике стратегии управления портфелями ценных бумаг на основе квантовых методов сначала стали применять управляющие хедж-фондами, но постепенно алгоритмические новации захватили и более консервативных представителей институциональных инвесторов.



8 апреля 2003 года управляющая компания Dimensional Fund Advisors (DFA) со штаб-квартирой в Техасе распространила пресс-релиз об избрании в совет директоров лауреата Нобелевской премии Роберта Мертона.

DFA — наверное, самая «научная» финансовая фирма в мире, её кредо — активное применение академических исследований в сфере машинных алгоритмов в практике инвестирования. В послужном списке компании — долгосрочное сотрудничество с ведущими финансистами и экономистами страны, среди которых нобелевские лауреаты по экономике Майрон Шоулз (Myron Scholes) и Юджин Фама (Eugene Fama), профессора бизнес-школы Чикагского университета Джордж Константинидес (George Constantinides), Джон Гульд (John Gould), Эбби Смит (Abbie Smith), почётный профессор практики финансов Роджер Ибботсон (Roger Ibbotson) из Йельского университета и профессор финансов Дональд Кейм (Donald Keim) из Университета Пенсильвании.

Созданная в 1981 году, Dimensional Fund Advisors в 2002 году имела \$35 млрд в управлении. К 30 июня 2018 года активы компании уже составили \$585 млрд, при этом средний прирост активов под управлением за последние пять лет стал одним из самых впечатляющих на глобальном рынке доверительного управления — ежегодные 17%! По некоторым данным, совладельцем компании является известный актёр и бывший губернатор Калифорнии Арнольд Шварценеггер.

С 2009 года DFA применяет специальные стратегии алгоритмической торговли при управлении пенсионными активами.

С тех пор «война миров» физических и алгоритмических трейдеров развивается по экспоненте, а проникновение искусственного интеллекта во вселенную финансовых услуг последовательно разрушает привычный мир доверительного управления.

По оценкам экспертов, в настоящее время большинство крупнейших управляющих компаний и инвестиционных фондов используют искусственный интеллект при реализации стратегий управления — в первую очередь, для

извлечения идей или уточнения торговых сигналов. Но исполнение сделок по-прежнему в большинстве случаев контролируется человеком. Инвестиционных фондов, управление которыми полностью доверено алгоритмической программе, пока ещё не так много. Да и не каждый клиент сегодня готов полностью переложить все решения на машину. Но дело движется именно к этому.

Весной 2016 года миру был представлен первый фонд, к алгоритмической программе которого нельзя предъявить главные «претензии» человека: отсутствие эмоций. Несмотря на то, что в трейдинге эмоции считаются отрицательным шумом, сами розничные инвесторы никогда от них не избавятся, более того — иррациональность человеческого поведения является его естественной чертой, бороться с которой бессмысленно, а вот научиться считывать — полезно. Считывать эмоции и настроения людей на порядок сложнее, нежели анализировать формальные данные. Но программа искусственного интеллекта учится и этому.

Робот фонда «Лидеры настроений США» (BUZZ US Sentiment Leaders ETF) принимает решения на основе одноимённого индекса, разработанного канадским инвестиционным бутиком Buzz Indexes Inc. Искусственный интеллект собирает и обрабатывает сообщения миллионов пользователей Интернета в режиме реального времени и выделяет наиболее обсуждаемые компании, торгуемые на биржах.

Чтобы иметь право на включение в индекс, акции компании должны торговаться на одной или нескольких биржах США, иметь минимальную рыночную капитализацию не менее \$5 млрд и в течение последних трёх месяцев иметь минимальный средний дневной объём торгов не менее \$1 млн. Для включения в индекс выбираются 75 американских компаний с высокой капитализацией и с самыми высокими «бычьими» настроениями пользователей социальных сетей.

Таким образом, искусственный интеллект биржевого фонда BUZZ US Sentiment Leaders ETF выбирает свои инвестиции, основываясь на настроениях миллионов участников большого человеческого рынка, не подвергая себя воздействию собственных эмоций.

За первые 12 месяцев работы «эмоционально» чувствительный робот ETF показал рост на 21,49%, опередив S&P 500, который за это время вырос на 14,63%.



В октябре 2017 года на Нью-Йоркскую фондовую биржу вышел фонд AI Powered Equity ETF (AIEQ), который инвестирует исключительно на основе машинного алгоритма. Постоянно в зоне анализа программы фонда находятся гигантский объем статистической информации и тысячи акций американских компаний и трастов недвижимости, из которых на основе прогноза выбирается для портфеля несколько десятков ценных бумаг. ETF AIEQ администрирует инвестиционная компания ETFMG Financial LLC, текущие результаты фонда превышают индекс S&P 500 в среднем на 1%. В компании ETFMG Financial уверены, что инновационная инвестиционная технология, основанная на разработках IBM Watson, обеспечивает уникальное понимание финансовых рынков.

В июне 2018 года компания Ocean Capital Advisors в содружестве с американской инвестиционной группой ETFMG Financial запустила глобальный биржевой фонд на платформе искусственного интеллекта Rogers AI Global Macro ETF. Фонд стремится дать инвесторам оптимально взвешенный глобальный портфель, в котором присутствуют бумаги биржевых фондов разных стран. В настоящее время в портфеле Rogers AI Global Macro ETF представлено 39 стран, значительную долю активов занимают Бразилия, Южная Корея, Гонконг и Мексика.

Название фонда и его концепция, которая наряду с технологическими инвестиционными новациями стала новым маркетинговым ходом на мегаконкурентном рынке, обещают клиентам сочетание двух компетенций — искусственного интеллекта и интеллекта легендарного инвестиционного гуру Джима Роджерса (Jim Rogers). Кстати, это тот самый Роджерс, который в 1973 году учредил вместе с Джорджем Соросом Quantum Fund. Финансисты хорошо помнят, как в 1992 году этот фонд был главным организатором «чёрной среды» для Банка Англии, капитально обрушив фунт стерлингов и заработав на краткосрочных спекуляциях британской валютой порядка \$1 млрд.

По оценкам американской инвестиционно-консалтинговой компании Qplum, которая разрабатывает высокоэффективные торговые стратегии на основе искусственного интеллекта, отрасль управления активами обычно получает

около \$1 трлн годового дохода, при этом в ближайшие два-три года ежегодные инвестиции в технологические сервисы составят порядка \$100 млрд. У типичной фирмы по управлению активами, считают в компании, в скором времени в штате будет больше учёных по работе с большими данными и инженеров по компьютерному обучению искусственного интеллекта, чем людей, имеющих опыт работы на финансовых рынках. Прогнозы специалистов выглядят для финансистов тревожными: в течение ближайших 20 лет 40% всех рабочих мест в финансовой индустрии будут заменены алгоритмами.

В общем, можно считать, что индустрия управления активами уже приняла на работу в штат роботов, которые не только анализируют рынок, оценивают риски и совершают сделки, но и учатся самостоятельно управлять портфелями инвесторов на основе долгосрочных прогнозов. По оценкам экспертов, за последние три года инвесторы вложили в робототехнические и AI-ориентированные фонды более \$20 млрд.

Для замены человека в управлении активами у самообучаемой программы уже практически есть всё, даже попытки считывания эмоций. Однако очень важного компонента всё ещё не хватает. Искусственному интеллекту нужна масштабная проверка на прочность — не в условиях роста рынка, а в условиях серьёзного спада. А может ли машинная жажда знаний дестабилизировать рынки? Вопрос пока кажется слегка надуманным. Но как знать...

## Искусственный интеллект в индустрии

Технологии, соединённые с новыми бизнес-моделями, разрушают привычные индустрии. Uber разрушил привычный мир такси не потому, что обеспечил клиентам лучший автомобиль. А Airbnb не построил лучший отель. Эти платформы максимально расширили возможности выбора и обеспечили доставку услуг по требованию клиентов.

В отрасли управления активами происходят сейчас аналогичные трансформации: искусственный интеллект, при всей его математической и технологиче-



ской сложности в сфере управления портфелями, буквально мчится навстречу клиентам самыми простыми и доступными интерфейсами и сервисами. На рынке уже высказываются предположения, что Google или Amazon, капитализация которого, кстати, 4 сентября 2018 года вслед за капитализацией Apple превысила \$1 трлн, в недалёком будущем могут стать крупнейшими провайдерами финансовых услуг: эти компании знают своих пользователей куда лучше классических управляющих, а уж в связывании исполнителей и потребителей услуг они непревзойдённые мастера.

Однако крупнейшие представители традиционной индустрии управления активами, похоже, сдавать свои позиции не намерены.

В феврале 2018 года управляющая компания BlackRock разместила на своём сайте объявление о подборе команды в лабораторию искусственного интеллекта Data Science Core в Калифорнии по вполне ожидаемому направлению — «ускорение инноваций и технологий в области искусственного интеллекта для обеспечения широкого использования данных при решении стратегических задач». Команду возглавили два опытных лидера в области научных исследований — доктор философии, соучредитель компании 21st Century Technologies Inc Шерри Маркус (Sherry Marcus) и доктор Рэйчел Шатт (Rachel Schutt), до недавнего времени работавшая главным научным сотрудником и руководителем группы по управлению технологиями News Corp.

Рэйчел имеет опыт работы в Google Research в группе машинного обучения и статистики, где она участвовала в разработке ориентированных на пользователей продуктов на основе прототипирования алгоритмов и создания моделей понимания поведения людей.

Рэйчел Шутт получила степень PhD в области статистики в Колумбийском университете, степень магистра по математике в Нью-Йоркском университете (NYU) и степень магистра в области инженерно-экономических систем в Стэнфордском университете.

BlackRock планировал набрать в новую лабораторию команду из 20 учёных в течение первого года, но уже через полгода после анонсирования проекта объявление о поиске специалистов было закрыто.

Пока работа новой лаборатории не сопровождается публичными докладами и анонсами достижений, но силы там собраны достойные, и рынок с интересом ждёт новостей.

Через своё специальное подразделение iShares BlackRock уже получил одобрение Комиссии по ценным бумагам и биржам США для семи биржевых фондов, полностью работающих на искусственном интеллекте.

30 ноября 2017 года крупнейший пенсионный фонд мира — Государственный пенсионный инвестиционный фонд Японии (GPIF) объявил о научно-исследовательском партнёрстве с Sony Computer Science Laboratories, Inc (Sony CSL) для изучения влияния искусственного интеллекта на управление активами и возможности использовать его преимущества в своей деятельности. Среди прочего в исследовании изучается вопрос о том, как использовать анализ динамического фактора AI и управления рисками на основе сценариев. Фонд планировал внедрить технологию искусственного интеллекта для краткосрочных операций до конца 2018 года.

В марте 2018 года GPIF опубликовал результаты первого исследования по использованию искусственного интеллекта в практике управления инвестициями. Согласно опубликованному отчёту, в рамках партнёрства с Sony CSL разработана прототипная система для определения инвестиционного стиля менеджеров по данным о торговых сделках, собираемым ежедневно GPIF. Установлено, что система может правильно определять различные стили и направления действий управляющих фондами, позволяя осуществлять наглядный и оперативный анализ характера инвестиций. Ранее руководство пенсионного фонда заявляло, что GPIF должен иметь возможность проводить более осмотрительный и основанный на анализе данных мониторинг управляющих фондами.

До внедрения программ искусственного интеллекта в практику выбора управляющих компаний, фонд опирается на «послужной список» УК и опыт менеджеров. GPIF рассчитывает, что внедрение количественного анализа для оценки результатов работы управляющих компаний, будет стимулировать последних внедрять более сложные и точные технологии в практику инвестиционных решений, что в конечном счёте не только ускорит использование искусственного интеллект-



та в управлении активами и снизит стоимость активных стратегий, но и в целом улучшит надёжность и эффективность инвестиций в долгосрочной перспективе.

Практически все глобальные управляющие компании из первой двадцатки, у каждой из которых под управлением находится свыше \$500 млрд, за прошедшие пять лет разработали и внедрили платформенные решения в Интернете для онлайн взаимодействия с консультантами, фактически выполняющими функции розничных агентов биржевых фондов: Alladin у BlackRock, Personal Advisor Services у Vanguard, Intelliflo Intelligent Office у Invesco ...

В Европе программы искусственного интеллекта активно внедряют голландские пенсионные фонды: APG (крупнейший в Европе, активы \$575 млрд) и PGGM (активы \$190 млрд). Они были на переднем крае преобразования концепции целей устойчивого развития в инвестиционную вселенную. Эти два фонда совместно с Deloitte Netherlands разработали публично доступную методологию машинного обучения для определения соответствия инвестиций целям устойчивого развития (ЦУР), что, по мнению управляющих активами, окажет существенное влияние на скорейшее достижение этих целей человечеством.

Искусственный интеллект управляет фондами, а «уберизация» открывает новые возможности дистанционного взаимодействия с инвесторами. На глобальных рынках стратегические альянсы между поставщиками технологий и новыми бизнес-моделями управляющих компаний становятся неизбежными. Маркетплейс и бот-консультант неумолимо вытесняют приватный человеческий акцент из контекста массовых услуг доверительных управляющих. Интересно, как эта композиция будет называться через пять лет?

## В парадигме многоступенчатой жизни

Эксперты утверждают, что мир стареет. По данным ООН, средний возраст людей, живущих на планете Земля, в 2015 году составлял 29,6 года, к 2025 году он возрастёт до 32,1 года. Прибавка существенная, но разве это называется старением?

Правда, некоторые отчаянные футурологи утверждают, что первый человек, который проживёт на Земле 150 лет, уже родился. Вот про такую старость мы пока даже не задумываемся. Хотя к 100-летней продолжительности жизни управляющие активами не просто присматриваются, они непременно учитывают фактор долгожительства в своей практической работе.

Конечно, в первую очередь речь идёт о пенсионных фондах и управляющих активами пенсионных фондов, особенно в странах с ведущими экономиками, где средний возраст населения уже далеко за 40, — это США, Канада, Европа и Япония. Там уже сейчас долгосрочная актуарная оценка обязательств в связи с ростом продолжительности жизни является необходимым условием построения стратегии инвестирования и выживания пенсионных схем.

Оставаясь в целом дефицитной системой, мировая индустрия пенсионных фондов в последние годы активно растёт. По данным обзора ТОП-300 крупнейших пенсионных фондов мира по итогам 2017 года — «The world's 300 largest pension funds — year ended 2017», подготовленного международной консалтинговой организацией Willis Towers Watson совместно с информационно-аналитической службой Pensions&Investments, активы под управлением крупнейших пенсионных фондов мира в 2017 году составили \$18,1 трлн. При этом суммарные активы 300 фондов выросли на 15,1%, а активы 20 крупнейших из них — на 17,4%. На долю 20 крупнейших пенсионных фондов приходится 41,1% от общего объема активов участников исследования. Годом ранее рост активов 300 крупнейших пенсионных фондов мира составил 6,1%, а 20 крупнейших — 7,1%.

Вопрос долгожительства как тренда выходит далеко за рамки актуарных расчётов и сопоставления поступлений и обязательств пенсионных фондов в долгосрочной перспективе. Увеличение продолжительности жизни полностью меняет картину мира — личного, корпоративного, социально-экономического в целом.

Ожидается, что половина детей, рождённых в 2007 году, могут дожить в Японии — до 107 лет, в США, Италии, Франции и Канаде — до 104, в Великобритании — до 103 и в Германии — до 102 лет. Профессора Лондонской школы



бизнеса Линда Грэттон (Lynda Gratton) и Эндрю Скотт (Andrew Scott), делая такой прогноз в своей книге «Столетняя жизнь» (The 100-Year Life), настаивают, что мы должны уйти от деления жизни на три привычных последовательных этапа — взросление (от рождения до получения образования), трудовая деятельность и пенсия. Трёхступенчатой модели уже не существует. Работать придётся долго, в течение трудового периода надо будет учиться постоянно, и не исключено, что на этом долгом пути может случиться несколько карьер в самых разных сферах.

Здоровый образ жизни, культура которого включает не только доступность качественных медицинских услуг, отказ от вредных привычек, низкокалорийную пищу, чистую воду и двигательную активность, но и новый запрос на повышенные стандарты в отношении окружающей среды, приведёт к тому, что в эпоху четвёртой промышленной революции физические возрастные различия будут не столь существенны для эффективной трудовой деятельности.

Как утверждают Линда Грэттон и Эндрю Скотт, на смену трёхступенчатой жизни, модель которой сложилась в XX веке, приходит многоступенчатая — более гибкая, с размытыми границами и нелинейными последовательностями этапов.

В новой парадигме многоступенчатой нелинейной жизни генерировать финансовые ресурсы для разных целей также придётся нелинейно. Средства для оплаты образования в разные периоды времени, аренды жилья или покупки дома и обеспечения себя в нетрудоспособном возрасте надо будет формировать постоянно, а понятие «пенсия» со временем может быть ограничено только государственным пенсионным страхованием. После окончательной замены пенсионной системы с пожизненными выплатами на систему с пожизненными взносами жёсткая целевая привязка инвестиций будет не так уж и важна. Главное — это иметь постоянно пополняемый финансовый ресурс с долгосрочным горизонтом, а выбор объекта затрат будет определяться конкретной жизненной ситуацией. То есть надо не сберегать на дом или пенсию, а создавать линию пожизненных сбережений — Lifetime.

На фоне бурного маркетингового многоголосья в отношении привлекательных кредитов продвижение продуктов долгосрочного накопления идёт значительно

тише. Однако в некоторых случаях, когда в этом процессе принимает активное участие государство, распространение накопительных программ может быть весьма эффективно.

6 апреля 2017 года правительство Великобритании ввело в оборот новый тип индивидуальных инвестиционных счетов с государственным софинансированием и освобождением от налогов — Lifetime ISA (LI), в соответствии с которыми любой гражданин страны в возрасте от 18 до 50 лет, открыв счёт и направив на него до £4 тыс. сбережений в год, получит бонус от государства в размере 25% суммы взносов. При этом государственное участие распространяется только на накопления граждан, без учёта инвестиционного дохода.

В качестве целей инвестирования, при которых сохраняется государственное софинансирование, значатся две задачи — покупка первого дома или сбережения на долгую жизнь. Эксперты отмечают, что пожизненные LI-ISA, развивая семейство индивидуальных сберегательных счетов при поддержке государства, стали более гибкими финансовыми механизмами, поскольку ориентированы не на стимулирование инвестиций в те или иные финансовые инструменты (акции, денежный рынок, сектор инноваций), а на поддержку человека при решении важной жизненной задачи. При устойчивости национальной валюты софинансирование государства в размере четвертой части накоплений — это реальный стимул копить деньги, который может создать разумный противовес потребительскому кредитованию, ориентированному на «здесь и сейчас». Многоступенчатая жизнь с сокращающимися гарантиями государства в социальной сфере будет устроена по-другому.

Все ведущие онлайн консультанты страны на своих цифровых платформах сформировали наборы предложений по инвестированию отложенных на LI-счета средств в биржевые фонды BlackRock, Vanguard, State Street и других инвестиционных «монстров». Новая идеология пожизненных накоплений активно поддерживается Национальной ассоциацией пожизненных сбережений Великобритании, которая стала правопреемницей Национальной ассоциации пенсионных фондов.

Финансовые консультанты первыми улавливают меняющийся спрос на финансовые продукты. Люди сейчас живут по-другому, нежели 50 или даже 30 лет назад.



Уникальное сочетание в наиболее активной фазе интересов поколения миллениалов, которым сейчас за 30, и поколения бэби-бумеров, которым под 60, формирует новую картину спроса на финансовые услуги и управление активами.

Миллениалы позже вступают в брак, откладывают рождение детей и покупку жилья, их карьера может развиваться в разных городах и даже странах, а у бэби-бумеров — тех, кто родился в период демографического всплеска в середине прошлого века, — стремление к финансовой независимости в преклонном возрасте осознаётся как одна из ключевых ценностей поколения.

Дети послевоенного времени, что бы ни случилось, привыкли брать ответственность на себя, а «тысячелетники» принимают решения, сначала оценив все условия через призму управления рисками. И те, и другие являются инвесторами биржевых фондов — наиболее массового продукта индустрии управления активами.

Вслед за демографическими трендами в индустрии доверительного управления появляются компании, которые не столько стараются смотреть на новую реальность через актуарные расчёты и сигналы растущих рисков в пенсионных планах, сколько стремятся осмыслить меняющуюся картину мира, чтобы найти и реализовать новые возможности. Наиболее выражено это проявляется в развитии стратегий тематического и нишевого инвестирования.

## Новые ниши в реальных активах

Как в Старом, так и в Новом Свете в секторе жилой недвижимости развивается направление инвестирования в небольшие дома. В зависимости от района застройки они очень удобны как для сдачи в аренду поколению миллениалов, так и для замены большого и уже излишнего по площади дома старшего поколения. В США спрос на односемейные дома, сдаваемые в аренду, находится в последнее время на рекордно высоком уровне и, судя по опубликованному в мае 2018 года отчёту аналитиков компании Gallup, не демонстрирует признаков замедления. Чтобы удовлетворить растущий спрос американцев на арендное жильё

средней ценовой категории, к имеющимся 16 млн домов необходимо построить ещё 13 млн.

В июне 2017 года крупнейший в Северной Америке управляющий активами в секторе жилой недвижимости — канадская компания Tricon Capital Group Inc объявила о заключении соглашения о совместном предприятии с двумя глобальными институциональными инвесторами для создания портфеля активов в секторе односемейных домов на территории США. В качестве партнёров и соинвесторов предприятия в пресс-релизе были указаны (без названий) «один из крупнейших в мире суверенных фондов богатства и один из крупнейших государственных пенсионных планов в США». Совместное предприятие будет капитализировано с общим долевым участием в \$750 млн, что позволит приобрести 10–12 тыс. домов. Участники сделки планируют в случае достижения положительных результатов по итогам первого трёхлетнего периода масштабировать бизнес до 30 тыс. домов.

Для Tricon Capital Group Inc это уже не первое партнёрство с пенсионными фондами США. В 2013 году компания создала с одним из участников пенсионного рынка совместное предприятие с капитализацией \$261 млн в секторе земельных и жилищных активов, расположенных в Сан-Франциско, Сакраменто, Южной Калифорнии, Фениксе и районе Большого Восточного залива.

Ещё одним перспективным сектором в индустрии управления активами, формирующимся в ответ на современные демографические вызовы, эксперты называют медицинские офисные помещения. В США, Европе и Австралии в последние годы наметился очевидный поворот в сторону децентрализации медико-санитарных услуг. Эксперты считают, что развитие всё более востребованной амбулаторной помощи уже в ближайшем будущем приведёт к взрывному спросу на медицинские офисные помещения как в специализированных центрах, так и в пространствах коммерческой, в том числе торговой недвижимости, расположенной в удобной доступности к жилым районам.

Специализированные медицинские центры, как правило, включают помещения не только для оказания непосредственно амбулаторной медицинской помощи



пациентам, но также для размещения смежных розничных точек общедоступного использования — аптек, магазинов медицинских и спортивных товаров, оптики, лабораторий по приёму анализов и проведению различных диагностических процедур, а также физиотерапии. В большинстве случаев в таких центрах размещаются рестораны с тематикой здорового питания.

Медицинские помещения всё чаще размещаются также в популярных торговых центрах и являются для них привлекательными арендаторами. В США активно развиваются сетевые ретейловые бренды на основе франшиз — MedExpress, HealthWorks, American Family Care, Doctors Express и др. Эти компании оказывают коммерческие медицинские услуги не только американцам, но и туристам из разных стран.

К примеру, в торгово-офисном здании Water Tower Shoppes в Орландо (штат Флорида, США), которое находится под управлением компании Clarion Partners (\$46,6 млрд активов под управлением, клиенты — более 300 институциональных инвесторов), размещаются службы и сервисы частной сети здравоохранения Orlando Health Physician Associates. Ежегодно услугами врачей и медицинского персонала этой организации пользуются порядка 2 млн жителей Центральной Флориды и свыше 10 тыс. приезжих из других стран.

Новый рынок в нише медицинских офисных помещений формируется и в Европе. Демографические изменения, растущие расходы на здравоохранение в бюджете Германии, технологические прорывы в диагностике и лечении ряда распространённых заболеваний, а также в среднем довольно состоятельное население страны делают немецкий рынок медицинских услуг крупнейшим в Европе с очень позитивными экономическими перспективами.

По мнению экспертов компании Corpus Sireo Real Estate (€15,9 млрд активов недвижимости под управлением), являющейся независимым подразделением швейцарской управляющей компании Swiss Life Asset Managers (€69,2 млрд активов недвижимости под управлением), продвижение технологических изменений и увеличение числа специалистов амбулаторной помощи (в целом за последние 10 лет количество врачей в стране выросло в почти в 8 раз) будут

стимулировать спрос и институализацию нового сегмента на рынке недвижимости Германии. Этому также будет способствовать процесс консолидации врачей общей практики и создание сетевых брендов по аналогии с сетевыми медицинскими компаниями в США.

Находятся на подъёме и институциональные инвестиции в инфраструктуру. Информационно-аналитическая служба Infrastructure Investors прогнозирует для этого сектора наступление «золотого века». По данным за три квартала 2018 года, объём привлечённых средств в инфраструктурные фонды уже сравнялся с данными за предшествующий год и составил свыше \$75 млрд. А в 2019 году только финансовое закрытие пяти крупных инфраструктурных фондов может дать рынку порядка \$60 млрд. К такому результату пришли 88 инфраструктурных фондов, финансовое закрытие которых состоялось в 2014 году.

Растущие потребности финансировать инфраструктуру закреплены в ряде стратегических документов ведущих стран мира, что даёт возможность управляющим компаниям точнее ориентироваться в долгосрочном спросе на институциональные инвестиции.

Так, в конце 2017 года Управление инфраструктурных проектов Великобритании (Infrastructure and Projects Authority, IPA) — британский регулирующий орган в сфере развития национальных инфраструктурных проектов, в том числе проектов ГЧП, — опубликовало Национальный инфраструктурный план Великобритании и Национальную программу развития инфраструктуры (National Infrastructure and Construction Pipeline), включающие перечень государственных и частных инфраструктурных проектов, готовящихся к реализации.

В Национальную программу вошло более 700 проектов, общей стоимостью более £460 млрд. Из них £240 млрд планируется инвестировать до 2021 года. Ключевыми отраслями на ближайшее десятилетие станут транспортная и энергетическая сферы. Инвестиции в транспортные проекты до 2021 года превысят £78 млрд, в энергетические — £57 млрд. Объёмы инвестиций в ЖКХ и социальную инфраструктуру составят, соответственно £47,7 и £43,1 млрд. В развитие цифровой инфраструктуры будет вложено около £10,8 млрд, научных исследований —



£5,1 млрд. Среди значимых проектов строительство дороги High Speed 2 и реконструкция аэропорта в Манчестере (объём инвестиций — £1 млрд). Также планируется инвестировать свыше £134,1 млрд в отрасль производства электроэнергии, в том числе в проекты строительства морских ветроэлектростанций Hinkley Point C и Triton Knoll. Знаковым инфраструктурным проектом Великобритании будет являться система подзарядки электромобилей, которая должна быть создана в стране до 2040 года. Всего с 2010 года на территории Великобритании завершено более 4,5 тыс. различных инфраструктурных проектов, часть которых получили софинансирование из средств пенсионных фондов.

Несмотря на критику ряда экспертов высокого уровня, важные ориентиры по развитию инфраструктуры США были сформулированы в инфраструктурном плане американского президента, который был опубликован в феврале 2018 года. В соответствии с этим документом в проекты модернизации инфраструктуры предполагается инвестировать порядка \$1,5 трлн, сократив сроки согласования разрешительной документации. При этом из федерального бюджета на эти цели в ближайшие 10 лет будет выделено порядка \$200 млрд, остальные средства необходимо привлечь от институциональных инвесторов, в том числе зарубежных.

Среди инфраструктурных объектов будут больницы для ветеранов, объекты энергетики, высокоскоростные интернет-сети широкополосного доступа и др. Проекты будут реализовываться на основе государственно-частного партнерства. Причем такая форма взаимодействия государства и частного инвестора должна, в соответствии с планами администрации США, принести в инфраструктуру страны триллионы долларов из разных частей света.

Крупнейший инфраструктурный управляющий в США Blackstone Group и Суверенный фонд Саудовской Аравии — Public Investment Fund (PIF) of Saudi Arabia — уже запустили формирование крупнейшего инфраструктурного фонда, в рамках которого они намерены вложить в развитие инфраструктуры США \$40 млрд.

Порядка \$20 млрд PIF инвестирует в транспортную инфраструктуру, а остальные средства — в другие сектора. В планах партнёров — вложить

в инфраструктурные проекты более \$100 млрд, причём большая часть объектов инвестиций будет находиться на территории США.

Известно, что инфраструктура США находится не в лучшем состоянии. Эксперты Американского общества инженеров-строителей (American Society of Civil Engineers) в своём ежегодном отчёте Infrastructure Report Card 2017 присудили инфраструктуре США средний рейтинг «D+».

## Темы мотивов и предпочтений

В феврале 2017 года один из самых культовых брендов британской клубной жизни — Ministry of Sound — открыл необычную фитнес-студию. В новом зале с интерьером ночного клуба и под музыку любимых хитов у жителей Лондона появилась возможность до и после работы поддерживать здоровый образ жизни.

Предпочтения поколений меняются... и становятся факторами инвестирования. Управляющие активами стремятся предложить своим клиентам всё более разнообразные комбинации ценных бумаг, основываясь на мотивах тех или иных групп инвесторов.

Тематическое инвестирование основано на выявлении мощных тенденций макроуровня и извлечении существенных выгод из материализации этих тенденций. Поэтому в большинстве случаев тематическое инвестирование не может быть краткосрочным, оно насквозь пересекает географию, отрасли и сектора. Поэтому такое инвестирование, как правило, слабо коррелирует с другими стратегиями роста, что является положительным фактором в целом для портфеля.

В сентябре 2016 года американская управляющая компания Global X, ставшая в 2018 году частью южнокорейской управляющей компании Mirae Asset Global Investments Group (\$133,8 млрд под управлением), вышла на рынок NASDAQ с двумя тематическими ETF, ориентированными на демографические предпочтения. Ключевые мотивы фондов — миллениалы и долголетие.



По замыслу «продюсеров» фонда ETF Millennials инвесторы любых категорий могут получить выгоду из предпочтений поколения миллениалов, представители которого к 2025 году будут составлять 75% трудовых ресурсов. Millennials имеют уникальные привычки в расходах, которые отделяют их от представителей других поколений. Они больше других общаются на платформах социальных сетей, каждый день потребляют большие объёмы цифрового контента, физически очень мобильны, предпочитают делать покупки онлайн, сильно ориентированы на здоровый образ жизни. Управляющие Global X уверены, что компании, которые эффективно обслуживают пристрастия Millennials, смогут выйти на рынок с потенциалом потребителей почти в 100 млн человек, и, следовательно, в долгосрочной перспективе будут с большой вероятностью опережать среднюю доходность по рынку.

Биржевой фонд Longevity Thematic ETF стремится извлечь выгоду из тенденции долголетия. Ожидаемая продолжительность жизни растёт во всём мире, в то время как рождаемость падает, в результате сочетания этих двух тенденций в общей структуре населения становится всё больше пожилых людей. По оценкам исследовательского центра Pew Research Center, с 2010 по 2050 год население мира в возрасте 65 лет и старше будет увеличиваться в 18 раз быстрее, чем население в возрасте 15 лет и младше. Новая демографическая структура человечества — это возможность заработать на успехах компаний, которые обслуживают уникальные потребности пожилых людей во всём мире.

Поэтому биржевой фонд долголетия инвестирует в фармацевтические и биотехнологические компании, а также в компании, которые предоставляют услуги по уходу за больными и пожилыми людьми или разрабатывают и производят медицинские устройства, используемые старшим поколением. Для включения в базовый индекс фонда компании должны иметь минимальную рыночную капитализацию в размере \$500 млн и минимальный средний дневной оборот за последние 6 месяцев, превышающий или равный \$2 млн.

В начале августа 2018 года инвестиционное подразделение Goldman Sachs подало на регистрацию в Комиссию по ценным бумагам и биржам США биржевые инвестиционные фонды с выраженными поколенческими мотивами.

Биржевой фонд Motif Human Evolution будет инвестировать в компании, которые извлекают выгоду из развития новых медицинских процедур и технологий, используемых для лечения людей на протяжении всей их жизни. Это направление включает такие подтемы, как точная (прецизионная) медицина, геномика, продление жизни, робототехническая хирургия и медицинское обслуживание потребителей.

Другой «демографический» биржевой фонд инвестиционно-банковского гиганта — Motif New Age Consumer — будет инвестировать в компании, которые выиграют от структурных сдвигов в потребительских рынках, вызванных демографическими предпочтениями нового поколения. Речь идёт о компаниях с достижениями в области электронной коммерции, социальных сетей, онлайн-игр, музыки и видео в Интернете, а также имеющих положительный опыт в области разработки и внедрения новых технологий образования, улучшения здоровья и самочувствия.

Возможности управляющих компаний формировать разнообразные биржевые фонды, делающие ставки на интерес инвесторов к новым секторам антивозрастной индустрии, основаны на росте числа и капитализации компаний данного сектора.

По оценкам международной исследовательской группы Zion Market Research, глобальный рынок антивозрастной индустрии к 2021 году достигнет объёма \$216,5 млрд, что на 54% больше объёма 2015 года. Драйверы роста этого рынка — разработки и открытия в сфере биотехнологии, эстетического омоложения и лечения возрастных заболеваний, над которыми работают в том числе частные исследовательские группы. Несмотря на статус private, эти исследовательские организации либо входят в группу компаний с публичным статусом, либо взаимодействуют с компаниями, торгуемыми на биржах.

Первым номером в этом списке, скорее всего, можно обозначить научно-исследовательскую компанию Calico, к новостям которой приковано внимание большого количества не только специалистов самых разных областей, но и людей, далёких от биржевого инвестирования. Оно и понятно: созданная в 2013 году компанией Google и широко разрекламированная ею, группа Calico исследует



вопросы продления здоровой жизни. Миссия компании заключается в решении проблем старения как одной из величайших тайн человеческой жизни. При этом в презентационных материалах компании подчёркивается, что речь идёт не о лечении генетических дефектов или расстройств, а о замедлении естественного процесса, который затрагивает каждое живое существо. Тайна семьи Макропуло может быть раскрыта?

Наследниками идей Карела Чапека создатели Calico себя, видимо, не считают, но признаются, что выполнение миссии продления жизни требует не только беспрецедентного уровня междисциплинарных исследований, но и финансирования, которое предоставляет Google. Возглавляет Calico доктор философии Артур Левинсон (Arthur D. Levinson), который при этом остаётся действующим Председателем совета директоров компании Apple. В числе долгосрочных партнёров компании — глобальный фармацевтический гигант AbbVie, продукция которого распространяется в 150 странах мира. AbbVie — публично торгуемая на Нью-Йоркской фондовой бирже компания с капитализацией свыше \$140 млрд.

Human Longevity — ещё одна исследовательская компания, сфокусированная на долголетию. Так же как и Calico, Human Longevity анонсировала большие амбиции — произвести революцию в практике медицины. Цель исследований компании — создание обширной базы данных геномной информации и её анализ, а также использование терапии на основе стволовых клеток.

В 2016 году компания подписала десятилетнее соглашение с англо-шведской фармацевтической компанией AstraZeneca, которая входит в первую десятку компаний по объёму продаж рецептурных препаратов в мире. Акции AstraZeneca торгуются на Нью-Йоркской и Лондонской фондовых биржах, капитализация превышает \$94 млрд.

К числу крупных публичных компаний в сфере разработки и выпуска возрастных препаратов относятся Zimmer Biomet (рыночная капитализация порядка \$22 млрд), Nu Skin Enterprises (рыночная капитализация \$4,50 млрд) и Acorda Therapeutics (рыночная капитализация \$1,18 млрд). Первая работает в области ортопедической реконструкции, вторая — в сфере прямых

продаж биодобавок и омолаживающих средств, третья выпускает терапевтические средства, которые восстанавливают функции и улучшают жизнь людей с некоторыми неврологическими расстройствами, включая болезнь Паркинсона и рассеянный склероз.

В сегменте компаний средней капитализации на биржевых рынках представлена разнообразная палитра эмитентов, профиль деятельности которых охватывает биотехнологию, фармацевтику, производство приспособлений и препаратов, ориентированных на улучшение качества жизни людей в преклонном возрасте. То есть для обслуживания тематических запросов инвесторов разных поколений и предпочтений глобальный рынок ценных бумаг предоставляет управляющим компаниям самые разнообразные возможности.

## Инвестиции повышенной мобильности

Несмотря на рост мобильных коммуникаций, люди всё больше перемещаются физически — по разным причинам и надобностям, в одиночку, семьёй, с коллегами по работе. Индустрия обслуживания перемещений складывается на наших глазах, в ней структурируются темы, которые уже сейчас пробуют использовать управляющие компании.

Туризм, а точнее путешествия с разными целями, имеют заметную долю в мировой экономике. По данным Всемирного совета по путешествиям и туризму (WTTC), общий прямой вклад сектора туризма в глобальный ВВП в 2017 году составил \$2,5 трлн, и до 2028 года он неуклонно будет расти примерно на 3,8% в год. Таким образом, доля сектора туризма в глобальном ВВП вырастет до 3,6% с 3,2% в 2018 году.

Главным драйвером роста в этом секторе остаётся Азия. В предыдущие годы сильную поддержку положительной динамике рынка туризма оказала ситуация в Индии, где в основном структурировался рынок лоукостеров. В ближайшие годы безусловным лидером будет Китай, где за время промышленной передис-



локации производства из США и Европы в Поднебесную сформировался довольно многочисленный средний класс. Китай заработал — Китай начинает тратить.

В настоящее время только десятая часть граждан Китая имеют паспорта для международных поездок. Но ситуация будет меняться — правительство страны уже приняло соответствующие меры.

По оценкам Strip.Com International Ltd, крупного китайского провайдера туристических услуг (рыночная капитализация \$21,3 млрд), к концу этого десятилетия государственная политика поощрения поездок увеличит число владельцев зарубежных паспортов в Китае до 240 млн. Это будет хорошей новостью для управляющих активами при формировании нишевых стратегий в индустрии гостеприимства и перемещений: уже сегодня расходы китайцев за рубежом составляют порядка 20% всех глобальных расходов международных туристов. По сравнению с предыдущим десятилетием рост впечатляющий: тогда потребительские затраты китайских туристов составляли от общей корзины чуть выше 3%.

Телепортация пока остаётся фантастикой. А потому совершенно очевидно, что растущая мобильность человеческого сообщества будет нуждаться в физических возможностях перемещения. В первую очередь — в самолётах и аэропортах. Путешественник зависит от авиации и аэропортовой инфраструктуры — и это продуктивная тема для институциональных инвесторов.

Возможно, в долгосрочной перспективе более компактные, более экономичные самолёты помогут людям при первой надобности перемещаться между небольшими городами, а сами перелёты будут похожи на поездки на районном автобусе. Небольшие экономичные самолёты спровоцируют потребность в небольших аэропортах, но пока специалисты продолжают спорить, куда эффективнее держать путь: развивать гигантские аэропортовые города-хабы со своей внутренней транспортной сетью, ресторанами, магазинами и отелями или приближать аэропорты к потребителям, в массовом порядке обеспечивая людей непосредственно услугой по перевозке.

Как бы то ни было, стремление людей к перелётам вызывает потребность в существенном финансировании воздушных перевозок, объём которых в ближайшие годы будет однозначно только расти.

По оценкам управляющей компании Barings (\$306 млрд под управлением), для оценки спроса удобным показателем является соотношение количества самолётов на 1 млн человек населения. В развитых странах это соотношение составляет около 20 самолётов на каждый 1 млн человек. В Африке и Азии, включая Китай, это соотношение падает до пяти к миллиону или даже до двух.

Авиакомпании нуждаются в большом капитале, чтобы приобретать самолёты, необходимые для удовлетворения растущего спроса на воздушные перевозки. «Боинг» прогнозирует, что к 2036 году авиакомпании в глобальном масштабе закупят более 41 000 самолётов, удвоив размер коммерческого трафика.

По оценкам специалистов, для удовлетворения спроса на мобильность отрасли авиаперевозок требуется в ближайшие 10 лет финансирование в размере \$120 млрд в год.

Авиакомпании сами владеют примерно половиной авиапарка, другая половина арендуется у инвесторов, владеющих самолётами. Помимо прямого владения воздушными судами инвесторы, в зависимости от специализации и возможностей, могут вкладывать средства в авиасектор через лизинговые механизмы или покупать специальные финансовые инструменты.

23 марта 2018 года компания Barings Alternative Investments объявила о расширении своей лизинговой программы через Genesis Aircraft Services Limited — специально созданного оператора, который управляет парком самолётов Boeing и Airbus в интересах институциональных клиентов Barings. В соответствии с новым соглашением Genesis расширит свои возможности, включив коммерческие, технические, портфельные и юридические функции управления, необходимые для того, чтобы выступать в качестве полноправного владельца и арендодателя коммерческих самолётов. Основным источником возвратности средств инвесторов, осуществивших прямые инвестиции в самолёты, является операционная аренда. Авиакомпания берёт у инвестора самолёт на определённый период и пла-



тит фиксированную или плавающую ставку аренды каждый месяц. Ставки аренды не зависят от количества мест, проданных авиакомпанией, поэтому инвестор может рассчитывать на определённый ежемесячный платёж. Прямая операционная аренда — самая простая форма финансирования авиации.

На рынке капитала существуют специальные ценные бумаги, которые обслуживают задачу привлечения инвестиций в этот сегмент рынка, — секьюритизированные ABS и EETC, выпущенные под пул воздушных судов.

Помимо компании Barings в нише финансирования самолётов активно развивается международная финансовая группа Floreat со штаб-квартирой в Лондоне. Весной 2017 года компания приобрела парк самолётов Boeing и Airbus стоимостью \$500 млн с долговым финансированием, организованным Mitsubishi UFJ Financial Group (MUFG). Это уже вторая крупная сделка Floreat на рынке авиационного финансирования. В 2016 году компания осуществила секьюритизацию активов — портфеля самолётов A330 стоимостью \$450 млн.

Осенью 2018 года британская управляющая компания Cross Ocean Partners сформировала инвестиционный фонд Cross Ocean Aviation Fund в объёме \$438 млн для инвестиций в капитал авиационных и двигателестроительных компаний Европы и США. Участниками фонда стали институциональные инвесторы, в том числе пенсионные фонды, страховые компании, благотворительные организации и семейные офисы.

С недавнего времени прицельный интерес к авиации стал проявлять Уоррен Баффет. Правда, деньги он вкладывает не в самолётостроение, а в авиакомпанию. В 2016 году холдинг Berkshire Hathaway, принадлежащий одному из самых успешных инвесторов мира, приобрёл в свой портфель акции четырёх авиалиний: American Airlines, Delta, Southwest и United Continental Holdings. В 2017 году Баффет увеличил авиаактивы в своём портфеле на \$5,5 млрд, и теперь они занимают более 1% от общего объёма активов под управлением. Как известно, наибольшую долю активов в портфеле Berkshire Hathaway занимают ценные бумаги коммунального, транспортного и финансового секторов.

В списке крупнейших публичных компаний мира Forbes Global 2000 за 2018 год холдинг Berkshire Hathaway Уоррена Баффета занял четвёртое место, в том числе он стал девятым по обороту, пятым по чистой прибыли, пятьдесят вторым по активам и седьмым по рыночной капитализации.

Инвесторы с более скромными возможностями также могут поучаствовать в потенциале авиационного рынка через приобретение паёв биржевых фондов. Управляющая компания State Street выпустила на рынок фонд S&P Transportation ETF. В настоящее время в портфеле фонда находятся 43 акции, которые в значительной степени привязаны к аэропортам. Авиакомпании занимают второе место в портфеле, в том числе United Continental Holdings, Delta Air Lines, Southwest Airlines, American Airlines Group, корпорация JetBlue Airways и др.

Принадлежащая BlackRock компания iShares предлагает к покупке фонд Transportation Average ETF, в структуру которого наряду с другими секторами транспорта также входят авиационные и аэропортовые активы, включая Southwest Airlines, Alaska Air Group, United Continental, Delta Air Lines, American Airlines и JetBlue Airways.

Под управлением компании Global Investors сформирован специализированный авиафонд — US Global Jets ETF, который не включает акции других транспортных секторов. Благо на международных и национальных фондовых площадках торгуются акции почти полусотни высокочастотных авиакомпаний и аэропортов мира.

Что касается аэропортов, то с ними интереснее, чем с авиакомпаниями. Будучи объектами публичной инфраструктуры, они в случае потребности в модернизации или новом строительстве в большинстве случаев становятся предметом концессий. Для реализации концессионных соглашений формируются консорциумы, в которые входят все заинтересованные участники: банки, институты развития, операторы, поставщики технологий и оборудования, институциональные инвесторы — пенсионные фонды, страховые компании и даже благотворительные организации.

Так, например, по сведениям глобальной базы данных инвесторов в аэропорты CAPA (Global Airport Investors Database, GAID), в число крупнейших финансовых инвесторов аэропортов мира входят не только закрытый инвестиционный траст



из Великобритании Utilico Emerging Markets Trust plc (1-е место в рейтинге CAPA), американская управляющая компания Morgan Stanley Infrastructure Partners (3-е место), специализированное подразделение Infrastructure Investors глобальной финансовой группы Citigroup (7-е место), Совет по инвестициям государственного пенсионного фонда Канады PSP Investments (8-е место), но и крупная благотворительная организация «Детский инвестиционный фонд» (The Children's Investment Fund Foundation) со штаб-квартирой в Лондоне и офисами в Найроби и Нью-Дели (целевой капитал под управлением свыше £2 млрд), занимающая, между прочим, в рейтинге CAPA 2-е место.

По информации международной базы данных инфраструктурных проектов IJGlobal, в настоящее время в мире реализуется порядка 285 инфраструктурных проектов, связанных с аэропортами, средняя стоимость проектов — свыше \$2 млрд. К примеру, третий по пассажиропотоку в мире аэропорт Дубаи (90 млн человек в год) планирует привлечь в ближайшие два года инвестиции в объёме около \$8 млрд.

В начале октября 2018 года стало известно об одном из крупнейших ГЧП-проектов по реконструкции аэропорта на территории США. Консорциум во главе с американской инвестиционной компанией Carlyle Group был выбран для организации финансирования проекта реконструкции международного аэропорта имени Джона Кеннеди в Нью-Йорке. Общий объём финансирования составляет \$12 млрд. В консорциум вошли американский инфраструктурный фонд LLC Infrastructure, американская управляющая компания Ullico, а также компании, — операторы крупнейших аэропортов Франции, Германии, Кореи и Японии. Инвесторы должны обеспечить основной объём финансирования, при этом вклад правительства США составит \$1 млрд. Работы по проекту, рассчитанные на пять лет, должны начаться в 2020 году.

Любители авиации подсчитали, что одновременно в небе нашей планеты на 25 тыс. самолётов совершают перелёты порядка 300 тыс. человек. Если моменты превратить в часы, да к этому добавить пассажиров всех других видов транспорта, а также ожидающих посадки в аэропортах и на вокзалах, может получиться целая страна, находящаяся в пути. Когда планета находится в движении, как же усидеть на одном месте людям?

## Индустрия временного проживания

Физическая мобильность людей самым естественным образом давит на сектор временного проживания. Фактически ниша гостеприимства уже начала вырастать в самостоятельный сектор наряду с офисной, жилой, коммерческой, промышленной и торговой недвижимостью. Институциональные инвесторы пристально наблюдают и за этим трендом.

В 2017 году международный туризм достиг цифры 671 млн путешественников, что на 8% больше, чем в предыдущем. По оценкам JLL — одной из ведущих управляющих компаний в сфере недвижимости США, общий объём гостиничных инвестиций в мире в 2018 году оценивается в \$60 млрд. Однако для получения такого финансирования в отельной индустрии происходят революционные изменения: слияния, поглощения, реструктуризация и разрушение устоявшихся форматов проживания и иных традиционных услуг.

Важнейшим направлением этих изменений была, конечно же, высокопрофильная консолидация: в первую очередь приобретение Marriott International своего главного конкурента — Starwood Hotels & Resorts Worldwide за \$13,6 млрд, а также покупка французским отельным оператором AccorHotels канадской сети Fairmont Raffles Hotels за \$2,7 млрд.

Объединение двух публично торгуемых на биржах брендов — Marriott и Starwood в ноябре 2016 года создало самую крупную в мире гостиничную группу, положив начало эре масштабных институциональных и розничных инвестиций в сектор гостиничной недвижимости. Объединённая компания Marriott International (рыночная капитализация около \$44 млрд, доход по итогам 2017 года \$22,89 млрд) оказывает услуги по управлению 6,08 тыс. гостиниц общей вместимостью 1,2 млн номеров под 30 брендами в 90 странах мира.

Акции крупнейшего гостиничного бренда мира входят в структуру более 70 биржевых фондов, что даёт возможность розничным инвесторам, которые верят в будущее нового бренда, поучаствовать в росте его биржевой стоимости.



Самым крупным фондом, в который входят акции Marriott International, является SPDR S&P 500 ETF (стоимость чистых активов около \$237 млрд) под управлением компании State Street. Биржевой фонд с самой большой долей крупнейшей гостиничной сети в структуре активов (около 5%) — Dynamic Leisure and Entertainment ETF (стоимость чистых активов около \$174 млн) сформирован управляющей компанией Invesco. В этот фонд объединены акции ведущих компаний индустрии туризма, отдыха, активного досуга, арендного жилья и развлечений.

К покупке активов в секторе гостеприимства проявляют интерес как розничные, так и институциональные инвесторы. В феврале 2018 года AccorHotels (3,7 тыс. отелей в 92 странах мира) совершили сделку с консорциумом, в состав которого вошли Суверенный фонд богатства Сингапура (GIC) и Государственный инвестиционный фонд Саудовской Аравии (PIF), международная страховая группа Credit Agricole Assurances, американская частная инвестиционная компания Colony NorthStar и крупнейшая в Европе управляющая компания Amundi. Консорциум приобрёл за €4,4 млрд 55% акций нового юридического лица AccorInvest, в собственность которого была переведена 891 гостиница, управлять которыми будет по отдельному контракту AccorHotels. То есть в ходе реструктуризации были разделены активы, в которые вкладывают средства институциональные инвесторы, и операторский бизнес.

Суверенный фонд богатства Сингапура инвестирует в отели на протяжении двух десятилетий, и на гостиничные активы приходится 13% портфеля его активов. В своём пресс-релизе GIC заявил, что инвестиции в AccorInvest предоставят фонду доступ к большому и хорошо диверсифицированному портфелю французской группы с устойчивыми денежными потоками.

Помимо необходимости привлечения инвестиций классическим отельным брендам приходится сейчас конкурировать с успешными онлайн-платформами в сфере туризма и размещения. В первую очередь речь идёт о главном возмутителе спокойствия — сети размещения в частных квартирах по всему миру Airbnb. Помимо частного жилого фонда, влившегося в индустрию гостеприимства новой бизнес-моделью, большое давление на классических игроков оказывает и новая структура спроса на форматы временного проживания.

Границы привычного размываются. На рынке появляется запрос на гостиничные номера для долгосрочного проживания: они должны быть похожи на квартиры, класс которых может варьироваться, но стандартный ассортимент удобств — оборудованная кухня, бытовые приборы, комфортное освещение, отдельные зоны отдыха и работы — необходим. Для этого крупнейшие бренды пошли по пути формирования параллельных брендов в эконом-категории сьютов.

Классические отельные бренды стали агрессивно заходить на территорию Airbnb: Marriott инвестировал средства в платформу PlacePass — метапоисковый провайдер путешествий и развлечений, а AccorHotels приобрёл три платформы для совместного использования жилья и объединил их под брендом One Fine Stay.

Большое броуновское движение происходит в отельной индустрии в разных частях Азии. В последнее время в сегменте курортов этого региона наибольшую активность проявляют инвесторы из Германии. В 2016 году Commerz Real, подразделение CommerzBank, купил гостиницы Mercure и Ibis в австралийском Брисбене за A\$77 млн. Оба актива были приобретены для нового институционального глобального гостиничного фонда, для которого Commerz Real надеется сформировать портфель в размере €2 млрд с ориентацией на годовую доходность 6%.

Кстати, отдельное направление отельной индустрии — развитие отелей-курортов, в структуре которых функционируют казино. В 2017 году практически все торгуемые на международных фондовых биржах операторы казино превысили индекс S&P 500. Драйверами этого специфического сегмента инвестиций в ближайшем будущем эксперты называют существенные послабления в регулировании игровой сферы в Китае (это значит, что казино Макао будут на подъёме), а также всё возрастающий интерес к игровым развлечениям среди обеспеченных пенсионеров развитых стран — особенно Японии, где стационары дневного совместного пребывания пожилых людей всё больше напоминают маленький Лас-Вегас. Выходит, индустрия рулетки и блек-джека, не чуждая фондовому рынку, даёт возможность инвесторам заработать не только на предпочтениях, но и на маниях игроков. О вкусах инвестора ведь не спорят?



## В повестке дня диктатура ESG

Конечно, о вкусах инвестора не спорят, когда дело касается личного выбора взрослого человека, который не наносит вреда и не создаёт угрозы жизни, здоровью и благополучию других людей и общества в целом. На верхнем уровне такие угрозы уже обозначены, они напрямую корреспондируются с проблемами достижения устойчивого развития человечества.

Десять лет назад, в самый разгар финансового кризиса, в ООН были подготовлены девять антикризисных инициатив, одна из которых касалась зелёной экономики и была представлена в виде доклада «Глобальный зелёный новый курс» (A Global Green New Deal Report). В докладе впервые были сформулированы рекомендации в области государственных инвестиций, а также необходимых политических реформ, призванных инициировать переход к зелёной экономике, повысить занятость и решить проблему хронической бедности.

В декабре 2014 года ООН приняла «Основопологающие принципы развития мирового сообщества на период до 2030 года», которые позволяют удовлетворить основные потребности сегодняшнего поколения без риска для жизни и для развития будущего. 25 сентября 2015 года 193 страны приняли «Повестку дня в области устойчивого развития до 2030 года», которая включает 17 глобальных Целей устойчивого развития.

12 декабря 2015 года на 21-й Конференции сторон Рамочной конвенции по изменению климата было принято Парижское соглашение, 4 ноября 2016 года оно вступило в силу. По состоянию на 10 июля 2018 года все участники Рамочной конвенции подписали Парижское соглашение, из них 178 участников ратифицировали его. На долю стран, присоединившихся к соглашению, приходится примерно 90% глобальных антропогенных выбросов парниковых газов. Соглашение не имеет установленного срока действия. Содержащиеся в нём цели, задачи и требования к участникам рассчитаны на период до конца 21 века.

Парижское соглашение, а вернее, публичная критика этого документа со стороны президента США Дональда Трампа, а также его заявление о выходе из соглашения летом 2017 года, создали самую большую интригу в сфере зелёных инвестиций. После демарша американского президента глобальный рынок зелёных облигаций, на котором эмитенты США привлекают не менее половины всего объёма зелёных заимствований, не сократился, а продолжал настойчиво расти. Согласно данным международной организации Climate Bonds Initiative (CBI) суммарный объём эмиссий зелёных облигаций в 2017 году составил \$161 млрд, прогноз на конец 2018 года с учётом данных за 9 месяцев — \$250 млрд. Почему такой чувствительный рынок — рынок инвестиций — не скатился вниз на буйных новостях?

Эксперты называют несколько причин. Во-первых, в экономике США продолжается тренд на снижение выбросов углекислого газа. В результате сланцевой революции в Соединённых Штатах радикально выросла добыча газа, что удешевило его и стало толчком для замены угольных электростанций газовыми, которые производят в два раза меньше выбросов CO<sub>2</sub>, чем угольные. Существенную лепту в сокращение выбросов вносит альтернативная энергетика, доля которой уже составляет не менее 15% общего объёма производимой электроэнергии. Субсидии для производителей альтернативной энергии были установлены ещё при Бараке Обаме, и срок их действия гарантирован до 2021 года. Со сменой президента отмена льгот не предусматривается. Ничего личного — только соблюдение со стороны государства ранее принятых обязательств перед бизнесом.

Вторая причина развития зелёной экономики при участии США связана с позицией администраций отдельных штатов и крупных муниципалитетов: в некоторых территориальных субъектах в альтернативной энергетике занято людей уже больше, чем в угольной отрасли. Не будешь же работников без причины увольнять и заново переводить экономику на уголь... Кстати, среди выпусков зелёных облигаций муниципальных органов власти и государственных корпораций доминируют эмитенты из США.

Третья причина — позиция крупного бизнеса. Не отзываться подписью Вашингтона под Парижским соглашением американского президента публично призвал



энергетический концерн ExxonMobil, самый крупный в мире из котирующихся на Нью-Йоркской фондовой бирже. Ряд известных американских компаний, включая Coca-Cola, Google, Intel и Microsoft, заявили, что продолжат повышать долю потребления энергии из альтернативных источников.

В результате США де-факто выполняют условия Парижского соглашения. Что же касается статуса де-юре, то в соответствии с подписанным документом до 2020 года США останутся в контуре всех его условий.

Доминирующим трендом в развитии зелёного инвестирования становится партнёрство. Самые разные организации — финансовые регуляторы, фондовые биржи и, конечно же, сами участники финансового рынка объединяются в общие платформы и формируют планы действий по реализации глобальной повестки дня в области устойчивого развития.

В январе 2018 года состоялось первое совещание Объединения центральных банков и органов финансового надзора по развитию зелёного финансирования (The Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System, NGFS), на котором члены организации обменялись опытом и информацией по вопросам развития зелёного финансирования, а также приняли обязательство способствовать дальнейшему развитию низкоуглеродного экономического роста. Членами организации являются семь центральных банков, в том числе Германии (Deutsche Bundesbank), Великобритании (Bank of England), Финляндии (Suomen Pankki), Франции (Banque de France), Мексики (Banco de México), Нидерландов (De Nederlandsche Bank), Китая (The People's Bank of China), Сингапура (Monetary Authority of Singapore), а также Управление финансового надзора Швеции (Finansinspektionen).

В ряде стран государство продолжает активную деятельность по стимулированию зелёных инвестиций, используя, в частности, инструмент субсидирования расходов, связанных с выплатой купонного дохода по зелёным облигациям. В 2017 году программу субсидирования эмитентов зелёных

облигаций разработал ентральный банк Сингапура. Весной 2018 года правительство Гонконга объявило о запуске трёхлетней программы возмещения части расходов, связанных с выпуском зелёных облигаций.

Ведущие центральные банки мира продолжают запускать инициативы в области развития зелёного финансирования. В частности, 8 июня 2018 года Народный банк Китая (People's Bank of China) принял решение включить корпоративные зелёные облигации, имеющие высокие кредитные рейтинги, а также зелёные кредиты (green loans) в список доступных финансовых инструментов, принимаемых в качестве залога по краткосрочным кредитам центрального банка.

Летом 2018 года Европейская комиссия обратилась к ведущим финансовым регуляторам региона — Европейской организации страхования и пенсионного обеспечения и Европейскому управлению по ценным бумагам и рынкам — за техническими консультациями по вопросу введения учёта ESG-факторов в категорию обязательных условий инвестиционных стратегий в Европе.

Со стороны фондовых бирж также идут объединительные процессы. В 2009 году по инициативе Генерального секретаря ООН и под эгидой нескольких организаций, включая Ассоциацию ответственного инвестирования PRI, была запущена инициатива «Устойчивые фондовые биржи» (The Sustainable Stock Exchanges, SSE). Сейчас на этой платформе объединены 76 торговых площадок разных стран, которые проводят работу по синхронизации рынков капитала с целями устойчивого развития. SSE организует, в частности, методологическое и информационное сопровождение практики выпуска биржевых «инструкций» для эмитентов в отношении публичного раскрытия информации по параметрам ESG. На сентябрь 2018 года 39 фондовых бирж, включая Лондонскую, Шанхайскую, Сингапурскую, Норвежскую, Шведскую, Мексиканскую, Люксембургскую, Австралийскую и Бразильскую фондовые биржи, выпустили специальные руководства для эмитентов по раскрытию информации по пакету экологических, социальных и корпоративных критериев. Ещё 10 бирж анонсировали выпуск таких документов в ближайшие месяцы.



Со стороны институциональных инвесторов формируется новая культура ESG-инвестирования, основанная на учёте экологических, социальных и корпоративных факторов. Предотвращение климатических рисков и сокращение вредного воздействия парниковых газов в последние годы стали одними из самых популярных тем в стратегиях биржевых инвестиционных фондов. В разных странах ассоциации управляющих активами разрабатывают национальные кодексы надлежащего управления (Stewardship Code), которые во главу угла ставят критерии ESG при принятии инвестиционных решений.

С 2009 года система GRESB, созданная крупнейшими институциональными инвесторами, стала глобальным стандартом для оценки эффективности ESG-факторов для сектора реальных активов, находящихся в портфелях различных типов фондов. По сути, эта система стала аналогом рейтингового агентства для нелистинговых реальных активов недвижимости и инфраструктуры. GRESB обслуживает более 200 членов, в том числе порядка 70 пенсионных фондов и управляющих компаний с более чем \$17 трлн в управлении. В 2017 году GRESB оценил 850 портфелей недвижимости и более 200 фондов инфраструктуры.

13 сентября 2018 года 392 глобальных институциональных инвестора с общим капиталом под управлением, равным \$32 трлн, приняли решение поддержать самую масштабную инициативу в области ответственного инвестирования — «Повестку инвестора» (The Investor Agenda), призванную ускорить достижение целей Парижского соглашения. Инициатива мобилизует инвесторов и деловое сообщество к принятию мер для остановки изменения климата, а также к снижению углеродного следа в экономике. Инвесторы, поддержавшие инициативу, берут на себя обязательство соблюдать в инвестиционных стратегиях критерии ESG, а также публиковать отчётность о своей деятельности в соответствии с рекомендациями Экспертного совета по зелёным финансам в области раскрытия информации (Task Force on Climate-related Financial disclosures, TCFD). Похоже, что пандемия ESG, которая захватила финансовый мир, уже закончилась. На глобальном рынке ответственного инвестирования формируется публичная диктатура ESG.

Инициаторами совместных действий в рамках общей повестки дня для инвесторов стали семь организаций в сфере распространения экологически ответственного поведения и связанных с этим инициатив. Это Ассоциация ответственного инвестирования (Principles for Responsible Investment, PRI), Международная коалиция за экологически ответственную экономику (Ceres), Международная организация в области раскрытия информации об углеродных выбросах CDP (Disclosure Insight Action), Группа инвесторов в области изменения климата (Investor Group on Climate Change), Группа институциональных инвесторов в области изменения климата (Institutional Investor Group on Climate Change), Группа инвесторов Азии в области изменения климата (Asia Investor Group in Climate Change), Финансовая инициатива Программы ООН по окружающей среде (UNEP Finance Initiative).

Означает ли это, что доминировавшая ещё недавно парадигма финансового рынка «деньги ради денег» перестала отвечать потребностям общества, и крупнейшие институциональные инвесторы мира отражают новый социальный запрос на ответственное поведение? Похоже, что именно так. И на смену классике — «деньги ради денег» — пришло утверждение, что экономическая эффективность и социально ответственная деятельность не являются взаимоисключающими. По оценке Генерального секретаря ООН Антониу Гутерреша (Antonio Manuel de Oliveira Guterres), проблема изменения климата остаётся самой системной угрозой для человечества. Изменения климата происходят гораздо быстрее, чем мы успеваем на них реагировать. Мощное движение в сторону объединения компетенций и ресурсов глобального рынка капитала по снижению климатических рисков даёт надежду на то, что человек всё-таки существо разумное.

Иначе нам придётся уповать на то, чтобы инстинкт самосохранения искусственного интеллекта, в развитие которого институциональные инвесторы мира вложили за последние 10 лет сотни миллиардов долларов, оказался мощнее, нежели у человека. Ведь самообучаемая программа способна оценить и интегрировать в финансовую модель бизнеса последствия глобального климатического риска. Спасение машин — дело рук самих машин? Или всё-таки людям уже достаточно мотивов для совместных действий по спасению собственной среды обитания?

## Управление общественным благосостоянием

Мир держится на полюсах, на единстве и борьбе противоположностей. Но жизнь в экстремальных зонах благоприятной не бывает. Любые процессы в крайних точках являются центробежными, и потому золотая середина — основа выживаемости. Когда мы говорим о долголетию, разница в доходах по понятным причинам играет существенную роль. Результаты многочисленных исследований учёных разных стран показывают, что состоятельные люди живут в среднем на несколько лет дольше бедных. Также здоровая продолжительность жизни неравномерно распределяется по всему миру, даже внутри относительно благополучных стран. Рост здоровой продолжительности жизни в большей степени характерен для средних классов и групп с более высоким доходом. При этом люди, выполняющие тяжёлую физическую работу, живут, как правило, меньше тех, кто занимался нефизическим трудом. По понятным причинам тяжёлый физический труд и физическая активность — это слишком разные истории...

Безусловно, точнее всего неравенство измеряется доходами. По оценкам Всемирной лаборатории неравенства (The World Inequality Lab), с 1980-х годов мир эволюционировал в сторону большей экономической, финансовой и культурной интеграции. Даже если сегодня глобализация может быть поставлена под сомнение, как показали последние выборы в Великобритании и Соединённых Штатах, мир всё больше становится взаимосвязанной средой, где капитал, товары, услуги и идеи очень мобильны, а их распространение облегчается благодаря новациям в информационных технологиях. В Докладе о мировом неравенстве-2018 эксперты лаборатории убедительно показывают, что с 1980 года в мире постоянно растёт не только разница в доходах между богатыми и бедными группами населения (с небольшим исключением в отношении Западной Европы, где этот разрыв увеличивается незначительно), но и, что не менее важно, между чистым общественным благосостоянием (публичные активы минус государственные долги) и частным капиталом. Рыночная стоимость совокупно-

го частного богатства, соотнесённая по годам с суммарным национальным доходом, примерно в 2 раза больше в 2016 году, чем в 1970 году.

Даже в развитых странах, где национальное богатство значительно возросло, динамика общественного благосостояния в настоящее время близка к нулю. То есть за последние десятилетия страны стали богаче, но правительства стали беднее. Во многом именно это ограничивает способность государств решать социальные проблемы, включая защиту окружающей среды, доступ к качественному образованию, медицине и гарантированному пенсионному обеспечению.

Вслед за диспропорциями в формировании благосостояния в сторону частного сектора туда переходит и «право руля» в организации социальных сторон жизни общества. В глобальном плане — небезопасная тенденция. Но для отрасли управления активами снижение роли и возможностей государства в обеспечении жизненно важных услуг для граждан — это колоссальная возможность развития, включая создание новых сегментов присутствия там, где традиционно доминировало государство. Развитие государственно-частного партнёрства в самых разных сферах, в рамках которого создаются и администрируются объекты публичной инфраструктуры с привлечением средств и компетенций частной стороны, из этого числа.

Уже пришло то время, когда негосударственные пенсионные фонды вместе с управляющими компаниями управляют не только пенсионными сбережениями, но и стационарами для краткого и длительного пребывания пенсионеров, финансируют исследования в сфере продления жизни и организуют консультационные фирмы по плановому выходу из кредитной петли для людей всех возрастов. Институциональные инвесторы по аккумулированному объёму активов свыше \$80 трлн уже стали реальной влиятельной силой, которая во многом управляет не только публичным благосостоянием, но и в целом благополучием общества. И потому влияние этой силы на ценности верхнего уровня, к которым относятся цели устойчивого развития, становится столь весомым и значимым.



В то же время за последние годы эволюция самого частного капитала привела к резким диспропорциям в корпоративной структуре глобальной экономики. 12 самых капитализированных компаний мира не диверсифицированы по отраслям. Это теперь не нефтяной сектор вперемежку с крупнейшими ритейлерами, металлургией и автогигантами. Лидерами фондового рынка являются технологические титаны, в первую очередь Apple, Amazon, Alphabet (Google), Facebook, Netflix, Microsoft. Их суммарная капитализация около \$6 трлн — это сопоставимо с размером японского фондового рынка и больше, чем рынок акций Великобритании.

В портфелях институциональных инвесторов акции технологических титанов занимают существенную долю. Из-за этого риски глобальных и локальных кризисов нарастают. Известие о намерении Амазона выйти на рынок аптечной розницы через покупку PillPack, распространённое CNBC 28 июня 2018 года, мгновенно привело к падению акций крупнейших аптечных сетей США. Акции Walgreens Boots Alliance упали на 9%, CVS Health — на 8%, а Rite Aid — на 11%. В совокупности три компании потеряли в один день \$12,8 млрд капитализации. Но ведь это были потери инвесторов: в портфелях биржевых фондов сектор здравоохранения и медицинских товаров — мегапопулярная тема. Новый взаимосвязанный мир генерирует в себе новые формы неравенства и новые возможности, к которым управляющие активами имеют самое непосредственное отношение.

10 лет назад компания могла о себе написать: «У нас 50 лет опыта с подтверждёнными положительными результатами», и это было залогом доверия инвесторов. Сейчас компании организуют бесплатные web-платформы, поручают управление портфелем роботу и заявляют: «Мы лучше всех знаем, как адаптироваться к будущему», и это вызывает доверие инвесторов. Заслуги прошлого мало котируются перед опасностью не справиться с рисками будущего.

Большая перестройка, которая началась с глобального кризиса 10 лет назад, создала новый дизайн влиятельной индустрии управления активами, которая претендует теперь на центральное место под солнцем финансового мира.