

- бежных практик//Банковское дело.–2019. – №8. – С.62-68.
3. Пропорциональное регулирование: базовые лицензии получили 149 банков. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=2344> (дата обращения 21.09.2019).
  4. Wang, L. Bank Rating Gaps as Proxies for Systemic Risk. University of Alberta, 2017. [Электронный ресурс]. URL: [papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2966413](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2966413) (дата обращения 15.03.2019).
  5. Claessens, S. Financial dependence, banking sector competition, and economic growth / S. Claessens, L. Laeven // Journal of the European Economic Association. – 2005. – № 3. – P. 179 - 207.
  6. Методология присвоения кредитных рейтингов «Эксперт РА». [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://raexpert.ru/docbank//242/922/a59/9d0e28dd6c6c32a7cf33582.pdf> 6 (дата обращения 05.01.2020).
  7. Методология присвоения кредитных рейтингов банкам и банковским группам по национальной шкале для Российской Федерации. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://acra-ratings.ru/criteria/382> (дата обращения 05.01.2020).
  8. S&P corporate ratings methodology. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.spratings.com/documents/20184/774196/Corporate+Ratings+Methodology.pdf/8fd4392a-4aae-4669-bd74-a9b86e18d781> (дата обращения 05.01.2020).
  9. Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2018 году. Официальный сайт Банка России. [Электронный ресурс]. Режим доступа: [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/72560/bsr\\_2018.pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/72560/bsr_2018.pdf) (дата обращения 05.01.2020).
  10. Матрица сопоставления рейтингов «Эксперт РА». [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/44175/11.pdf> (дата обращения 05.01.2020).

УДК 336

## ОСОБЕННОСТИ УПРАВЛЕНИЯ ФОНДОМ НАЦИОНАЛЬНОГО БЛАГОСОСТОЯНИЯ РФ В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ

*Дорофеев Михаил Львович (dorofeevml@yandex.ru)*

*Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации*

Государства – экспортеры нефти и газа, получая доходы от экспорта, со временем накапливают избыточные ресурсы. Страны с хроническим профицитом торгового баланса также сталкиваются с постоянным накоплением валютных резервов (например, Китай). Так, ряд стран начали создавать специализированные суверенные фонды, которые решают ряд важных задач. Аккумуляция излишков и инвестирование этих средств за пределами национальных рынков позволяет контролировать инфляцию, диверсифицировать национальные золотовалютные резервы, накапливать средства для будущих поколений. Средства различных суверенных фондов начали инвестироваться в 20-м веке для получения дополнительного дохода, в результате чего к началу XXI в. их объем стал сопоставим с международными резервами центральных банков.

В данной работе проведен обзор зарубежного опыта функционирования крупнейших суверенных фондов в мире, проанализирована текущая государственная финансовая политика и обзор дискуссий в области направлений расходования излишков средств ФНБ, превышающих законодательно установленный порог в 7% ВВП. В результате сформулированы рекомендации по формированию инвестиционной политики с учетом зарубежного опыта и особенностей российской экономики.

*Ключевые слова:* суверенный фонд, инвестиции, Фонд национального благосостояния, инвестиции.

### *Введение*

Примерно с 2007 г. суверенные фонды были признаны мировым сообществом, как важные участники международной валютно-финансовой системы [Зайцев С.В., Сармин А.И., 2016]. В настоящее время они, безусловно, играют большую роль в развитии мировой экономики. По данным Sovereign Wealth Funds Institute (SWFI) на середину 2019 г. в мире насчитывается почти 80 суверенных фондов [3].

Успешные суверенные фонды всегда ищут новые возможности для повышения эффективности своих инвестиций, выбирая не только традиционные, но и новые инвестицион-

ные продукты, которые обладают высоким уровнем доходности и риска, а также низкой ликвидностью. Согласно отчету International Forum of Sovereign Wealth Fund, за последние несколько лет уменьшилась доля инвестиций средств суверенных фондов в безопасные активы в пользу более рискованных. В основном капитал перетекает в финансовый и технологические сектора. Например, в 2016 г. инвестиции в высокотехнологичные компании составили 19% от числа сделок и 33% объема инвестированных средств. Перечисленные тенденции происходят в результате беспрецедентно низких процентных ставок, сверхмягкого денежно-

кредитного регулирования ведущих мировых центробанков и периода избыточной ликвидности на финансовых рынках. Денег в мире очень много, что приводит к дискуссиям о раздувании финансовых пузырей с одной стороны, и к обсуждениям выбора оптимальных стратегий инвестирования с другой.

В этом смысле Россия – не исключение, поскольку в последние несколько лет для нашей страны сложились очень благоприятные внешние экономические условия, которые привели к тому, что в стране накопился существенный объем золотовалютных резервов. Следом за этим, во второй половине 2019 г. активизировалась дискуссия по поводу стратегии управления средствами фонда национального благосостояния России (ФНБ). Сравнительно невысокие темпы роста экономики РФ на фоне профицитного бюджета и стабильно накапливающихся валютных резервов сделали эту дискуссию достаточно публичной и актуальной. Предметом дискуссии стало то, что на конец 2019 г. объем средств ФНБ превысил отметку 7% ВВП, а его ликвидная часть по оценкам Минфина в 2020 г. продолжит расти [10], в результате чего ее размер превысит 7% ВВП и будет активировано правило, при котором станет возможным тратить избыточные резервы фонда.

#### *Материалы и методы исследования*

В данной работе на основе официальной макроэкономической статистики и публикаций представителей органов государственной власти в СМИ проведено исследование стратегий и проблем формирования и управления резервами суверенных фондов РФ. В работе использован структурный и динамический анализ, метод сравнительного межстранового анализа, периодизация этапов управления средствами фонда национального благосостояния РФ.

#### *Обзор дискуссий по вопросам управления средствами ФНБ в современных условиях*

Среди наиболее важных экспертных мнений, высказанных публично можно выделить точку зрения Минфина РФ, Минэкономразвития РФ, Банка России, Счетной Палаты РФ, комитета Госдумы РФ по бюджету и налогам и ряда ученых и экономистов.

Позиция Минфина в целом выглядит как позиция управляющего активами, казначея крупного фонда, занимающегося портфельными инвестициями. В соответствии с параметрами бюджета на 2020 г. и плановый период, примерно в середине 2020 г. появится возможность инвестировать излишки ФНБ. Мо мнению Минфина данную возможность можно использовать для качественного расширения списка активов и скорректировать традиционно консервативную модель инвестиционного портфеля, используемого для управления средствами ФНБ. Ключевая идея – инвестирование в активы, обрабатываемые за пределами России по модели

Норвежского суверенного фонда с целью получения дополнительного дохода. Предлагается инвестировать часть средств в иностранные акции, в государственные облигации и в облигации высококачественных корпоративных заемщиков. Также рассматривалась опция инвестирования части средств ФНБ внутри страны, при этом главное опасение Минфина в том, что доходность средств от таких инвестиций будет сравнительно невысокой, поэтому доля внутренних инвестиций должна быть закреплена на уровне 15–20% от суммы трат излишка ФНБ, а сами инвестиции должны приносить доходность не ниже уровня инфляции. Более того, желательно, чтобы инвестиции проводились на принципах ГЧП, поскольку данная практика может повысить их экономическую эффективность. Минфин всерьез воспринимает риски того, что инвестирование средств ФНБ внутри страны может оказать определенный экономический эффект на экономику РФ. Вместе с тем, по оценкам Минфина данный эффект с учетом размеров накопленных резервов ФНБ, скорее всего, будет незначительным и едва ли окажет существенное влияние на макроэкономические параметры развития страны и на работоспособность бюджетного правила.

Инвестиции ФНБ внутри страны, к примеру, на инфраструктурные проекты теоретически позитивны для ускорения роста российской экономики. При этом, скорее всего, они будут сопровождаться некоторым ослаблением курса рубля и ускорением темпов инфляции. Также возможна реализация дополнительных рисков, связанных с неэффективностью расходования средств несмотря на то, что Минфин РФ декларирует важность экономической эффективности этих инвестиций, подчеркивая важность привлечения 3–5 рублей на каждый вложенный рубль частных инвестиций. Сумма порядка 250 млрд руб. – это сравнительно небольшая сумма, составляющая около 0,07% объемов торгов на валютной секции Московской биржи за весь 2018 г [15], поэтому, на наш взгляд, траты в таких объемах не окажут какого-либо существенного воздействия на макропараметры российской экономики. Это хорошая новость, поскольку именно этого больше всего опасаются органы денежно-кредитного и финансового регулирования в лице ЦБ РФ. При прочих равных условиях, если будут потрачены данные средства, ВВП РФ может ускориться на величину порядка 0,1–0,3 п.п., курс рубля к доллару США ослабнет на 0,5–1,5%, а уровень инфляции останется неизменным.

Как и раньше главным оппонентом Минфина РФ в обсуждении вопросов использования излишков ФНБ выступает ЦБ РФ. Исходя из материалов различных конференций и финансовых форумов, на которых в течение 2019 г. неоднократно встречались руководители Мин-

фина и ЦБ РФ, главное беспокойство ЦБ РФ вызывает не столько сам факт трат излишков ФНБ, сколько отсутствие определенности в принципах использования средств фонда. Кроме этого, ЦБ РФ считает необходимым фиксировать ежегодные суммы трат средств из ФНБ в рублевом эквиваленте с целью сглаживания проциклического эффекта этих расходов на развитие экономики в будущем, что тоже выглядит разумным с учетом текущей стадии экономического цикла в мировой экономике.

ЦБ РФ, руководствуясь в первую очередь задачами, поставленными в рамках реализации денежно-кредитной политики, и вопросом таргетирования инфляции в стране, стремится минимизировать риски ухудшения контроля за параметрами российской экономики. В том числе и поэтому Банк России поддерживает вариант Минфина, в соответствии с которым следует инвестировать средства ФНБ по норвежской модели, расширять список разрешенных для инвестирования зарубежных активов и вкладывать накопленные резервы в иностранные акции и корпоративные облигации [12].

Предлагаемая Банком России финансовая политика позволит инвестировать средства ФНБ без восстановления зависимости макропараметров от цен на нефть, что очень важно для стабильности курса рубля и более комфортных условий для прогнозирования в корпоративном секторе экономики. Однако с фиксацией определенной суммы ежегодных трат теряется гибкость бюджетной политики: в случае, если в определенный год потребуются больше средств, механизм не позволит их использовать, а если реальные потребности в инвестициях окажутся меньше доступного излишка, риски неэффективного использования этих средств достаточно высокие. Более того, необходимо учитывать общемировой дефляционный тренд, который на наш взгляд способен оказать нашей стране хорошую услугу и значительно сгладить инфляционное давление на российскую экономику в ближайшие 2–4 года. Кроме этого, отметим, что вероятное негативное влияние трат излишком ФНБ внутри РФ, которого так опасается ЦБ РФ, может быть полностью сглажено продолжающейся политикой интервенций на валютном рынке, связанных с закупкой валюты для пополнения того же самого ФНБ. По данным Минфина, в 2021 г. ожидается пополнение ФНБ на сумму в районе 2,8–3 трлн руб.

Минэкономразвития предлагают идеи для развития экономики, главной целью которых является усиление несырьевого экспорта и борьба с зависимостью российской экономики от нефтегазовой составляющей. В прогнозе Минэка на 2020 г. ожидается ускорение прироста инвестиций на 3 пп (с 2% в 2019 г., до 5% в 2020 г.). В том числе и поэтому представители

Минэка, в поисках дополнительных источников стимулирования инвестиционной активности в РФ, предлагают идею направлять средства ФНБ на предоставление экспортных кредитов другим государствам, льготное создание производств российских компаний за рубежом и льготное создание сервисных центров для российской продукции. Другими словами, речь идет в основном про различные формы поддержки экспортеров через стимулирование продаж российских несырьевых товаров и услуг экспортными кредитами. Например, государственный кредит Египту на 3 млрд долл. на строительство АЭС или инвестиции в строительство промышленных парков в других странах, где будет установлено российское оборудование.

Счетная палата, как национальный аудитор, продолжает обращать внимание на слабость экономического роста в РФ в последние пять лет, а также делает акцент на низкой эффективности расходования средств суверенных фондов РФ, как правило, заключающейся в неэффективном государственном управлении, что в большинстве случаев приводит к постоянным срывам сроков реализации проектов и к их фактическому удорожанию [7]. Выступая с заботой о развитии экономики РФ, представители Счетной палаты рассматривают возможности инвестирования излишков ФНБ во второй половине 2020 г. как дополнительный инструмент стимулирования экономического роста. Предлагается софинансировать из средств ФНБ региональные инфраструктурные проекты [7], через механизм рынка ценных бумаг, посредством выпуска соответствующих бумаг и инвестирование средств ФНБ в надежные и ликвидные активы, доходность от которых превысит уровень инфляции в стране. Рекомендуются как можно быстрее задействовать данный сценарий использования средств ФНБ, но вместе с тем четко обозначен ряд проблем, связанных с механизмом реализации данной стратегии в части обеспечения ее экономической эффективности.

Подводя итоги обзору дискуссий и мнений представителей органов государственного управления финансами и экономикой РФ, отметим, что особое внимание в условиях экономических и технологических санкций уделяется инфраструктурным проектам на возвратной основе, создающим мультипликативный эффект для всей российской экономики.

В комментариях и официальных заявлениях прослеживается два основных направления расходования средств ФНБ. Первое направление – реальные инвестиции – развитие высокотехнологичных отраслей экономики, к примеру инвестирование в импортозамещение нового высокотехнологичного оборудования для добычи природных ресурсов [7] или для экспортных кредитов, направленных для развития несырьевого экспорта в РФ. Для первого направления

основной проблемой является низкая экономическая эффективность проектов, реализуемых на территории РФ, низкое качество финансового менеджмента в госсекторе, а также возможное нежелательное влияние данной стратегии на инфляцию и курс рубля.

Второе направление – портфельные инвестиции – развитие ФНБ по модели суверенного фонда Норвегии, с расширением списка иностранных бумаг с акцентом на акции. Недостатком данного подхода является пассивность инвестиций. С одной стороны, данный подход предполагает то, что финансовые ресурсы будут давать сравнительно более высокий текущий доход от их вложений в иностранные активы, который можно использовать для финансирования государственных расходов или накопления валютных резервов. Вместе с тем, в долгосрочной перспективе данная практика не будет создавать эффект мультипликатора и не позволяет развивать несырьевой сектор экономики РФ. Другими словами, ресурс ФНБ при втором варианте финансовой стратегии не позволит стране сократить экономическое и технологическое отставание от развитых стран, особенно с учетом тех темпов экономического роста, которые показывает экономика РФ с 2015 г. по н.в.

Есть и другие мнения, которые мы не рассмотрели. К ним относятся более радикальные идеи, заключающиеся в том, чтобы не инвестировать средства ФНБ, а тратить их на борьбу с бедностью, падающим потребительским спросом и улучшением благосостояния населения страны в целях ускорения текущего экономического роста. Так некоторые экономистов и политиков (с левыми взглядами) предлагают вариант использования излишков ФНБ для финансирования социальных расходов, снижения налоговой нагрузки на корпоративный сектор через компенсацию страховых взносов, а также расходование процентных доходов ФНБ на повышение размеров пенсионных выплат. Надо отметить, что финансовые стратегии потребления излишков и расширения расходных обязательств государства позволят увеличить объем платежеспособного внутреннего спроса в РФ в среднесрочной перспективе, пока внешняя конъюнктура в мире остается благоприятной.

Данные ФТС о структуре внешней торговли РФ [16], данные Мосбиржи о секторальной структуре финансового рынка РФ [15] и основные параметры актуальной финансовой политики РФ показывают, что современная модель российской экономики в основном оптимизирована для успешной работы экспорто-ориентированных корпораций и преимущественно нацелена на спрос со стороны внешнего мира (ЕС, Китая, США, Южной Кореи и др. стран). Данная особенность экономики РФ, как и подавляющее большинство других мировых

экономик, связана с эффектом воздействия глобализации и ярко выраженной сырьевой спецификой российской экономики. Вступив в долгосрочную гонку глобализации, России пришлось концентрироваться на своем конкурентном преимуществе – извлечения экономической выгоды от добычи и экспорта природных ресурсов, собираемых на территории РФ. За последние 20 лет развития нашей стране не удалось кардинально перестроить экономику, поэтому углеводороды, металлы, дерево и химия по-прежнему являются основой российского экспорта и российской экономики, т.к. мощный внешний спрос позволяет оставаться России конкурентоспособной. Объемы внутреннего спроса в условиях стагнации российской экономики и сокращающихся реальных располагаемых доходов населения РФ, которые мы наблюдаем с 2014 г., явно недостаточно для эффективного развития конкурентоспособных несырьевых экспорто-ориентированных продуктов, пригодных для успешного выхода на глобальные рынки. Поэтому в текущих условиях очевидно, что направление излишков ФНБ не позволит решить задачи развития несырьевой экономики РФ, а могут лишь в краткосрочной перспективе простимулировать внутреннее потребление с одновременным зеркальным риском ускорения инфляции, что со временем девальвирует вероятные положительные эффекты данного решения.

#### *Анализ стратегий управления средствами ФНБ*

По уточненным бюджетным оценкам [портал [budget.gov.ru](http://budget.gov.ru), 18.10.2019] ВВП РФ (112,8 трлн руб. за 2020 г.), ликвидная часть ФНБ на конец следующего года (9,6 трлн руб.) составит 8,5% ВВП, а доступный для инвестиций объем средств ФНБ (сверх порога в 7% ВВП) – 1,67 трлн руб. В последующие годы этот показатель будет возрастать на объем дополнительных нефтегазовых доходов с поправкой на курсовую переоценку из-за ослабления курса рубля (по прогнозу Минфина). Таким образом, в 2021 г. доступный для инвестиций объем ФНБ будет также увеличиваться. Тем не менее значения предельных объемов трат из ФНБ при условии, что среднегодовые цены на нефть будут соответствовать данным в проекте бюджета Минфина (60 долл./барр.) еще 2–3 года будут меньше фактических покупок валюты Минфином (из-за присутствия отложенных в 2018 г. покупок валюты в размере 686 млрд руб./год). Следовательно, даже если Минфин решит все средства направлять на стимулирование экспорта, негативный фактор интервенций будет перевешивать и не давать значительно укрепляться рублю и существенно влиять на инфляцию.

Сравнение результатов управления средствами ФНБ с зарубежными фондами аналогами

показывает невысокую эффективность и низкие стандарты управления российских управляющих [Дорофеев М.Л., 2019]. Политика управления средствами Фонда национального благосостояния, действующая на текущий момент, предусматривает получение невысоких доходов. Активы фонда представляют собой вложения с высоким уровнем ликвидности и низким уровнем риска. Такая инвестиционная политика является оптимальной для сохранности средств фонда и обеспечения достаточного уровня их ликвидности. Тем самым в долгосрочной перспективе ожидается достижение главной цели управления средствами ФНБ – получение стабильного дохода и возможность использования средств фонда для реализации эффективной контрциклической финансовой политики.

Для оценки вероятного ожидаемого экономического эффекта с учетом циклических особенностей наполняемости суверенных фондов РФ в первую очередь надо отметить, что сегодня инвестирование средств будет проводиться

на ценовых пиках мирового рынка акций и в условиях переоцененных дорогих рынков, поэтому с точки зрения цикличности мировых фондовых рынков едва ли стоит ожидать положительного математического ожидания от инвестиций в акции на горизонте 10-15 лет. Другими словами, инвестиции средств ФНБ в акции в текущих условиях становятся нецелесообразными по параметрам «максимальный риск – ожидаемая доходность».

Вместе с тем, данные средства могут быть необходимы Правительству в периоды кризисов, наступающих достаточно часто. Следовательно, высокорискованные инвестиционные стратегии неуместны, если накопленных ликвидных резервов будет недостаточно для обеспечения финансовой безопасности и финансовой стабильности в условиях кризиса. В таблице 1 представлена информация о динамике средств ключевых суверенных фондов РФ в период 2002-2019 гг.

Таблица 1

Динамика ключевых суверенных фондов РФ в период 2002-2019 гг.,  
(в млрд рублей, долларов США и в % к ВВП)

Размер фонда /Дата	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*	2019**	Тренд	
ФНБ	в млрд. долл. США	32	91	87	93	86	87	85	74	73	75	76	122,9	124,5	
	в млрд. рублей	785	2 863	2 672	2 673	2 772	2 885	3 151	4 904	4 719	4 426	5 160	8 170,5	7 949,6	
	в процентах к ВВП	1,9%	7,4%	5,8%	4,4%	4,1%	3,9%	4,0%	5,9%	5,5%	4,8%	5,0%	7,5%	7,3%	
Рез. Фонд	в млрд. долл. США	125	137	61	42	25	62	87	88	50	16	-	-	-	
	в млрд. рублей	3 058	4 028	2 298	1 287	802	1 886	2 860	4 945	3 641	972	-	-	-	
	в процентах к ВВП	7,4%	9,8%	5,9%	2,8%	1,3%	2,8%	3,9%	5,9%	4,2%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	
Общие резервы	в млрд. долл. США	157	228	148	134	111	149	173	162	123	91	76	123	124	
	в млрд. рублей	3 842	6 891	4 970	3 960	3 574	4 770	6 010	9 849	8 360	5 398	5 160	8 170	7 950	
	в процентах к ВВП	9,3%	17,2%	11,7%	7,2%	5,4%	6,7%	7,9%	11,8%	9,7%	5,9%	5,0%	7,5%	7,3%	

\* по состоянию на начало сентября 20 С 2009 по 2012 потрачено

\*\* по состоянию на конец ноября 2019

- 116,72
51,2%
Неснижаемый остаток
111,06

С 2014 по 2018 потрачено

Неснижаемый остаток

- 96,90
65,1%
75,79

Источник: составлено автором на основе данных Минфина РФ.

По данным таблицы 1 видно, что примерно каждые пять лет объемы резервов, накопленных в суверенных фондах РФ, достигают пиковых значений. В соответствии со среднесрочными кредитными циклами в мировой экономике из раза в раз складывается ситуация, в которой после достижения запланированных объемов средств в суверенных фондах, необходимого для реализации эффективной антикризисной политики, в мировой экономике наступает очередной циклический финансово-экономический кризис. В последующие два-три года российской экономике требуется как минимум половина накопленных резервов для поддержания системообразующих компаний и банковской системы. Так, в кризисы в 2008 г. и в 2014 г. потребовалось в среднем трат из резервов в размере 96-116 млрд руб. В обоих случаях в резервах оставалось около 75 млрд рублей.

Объемы суверенного фонда РФ и сравнение размеров фонда с аналогами из других стран представлены в таблице 2.

Данные таблицы 2 показывают, что несмотря на кажущуюся значительность объемов ФНБ (7% в ВВП) и естественное желание публики более активно использовать излишки накопленных резервов, в распоряжении России находится сравнительно небольшой объем финансовых ресурсов. Так, если принять решение полностью потратить средства ФНБ, то на одного человека придется всего лишь около 850 долл. США, чего явно недостаточно, чтобы существенно изменить благосостояние населения РФ. Очевидно, что данных средств не хватает одновременно для долгосрочного инвестирования и для проведения эффективной контрциклической финансовой политики.

Если придерживаться идеи об управлении средствами ФНБ по норвежской модели или по

модели стран, активно практикующих лучшие практики портфельного инвестирования с акцентом на акции, то можно предположить какой объем средств потребуется нашей стране для репликации подобных финансовых стратегий. На рисунке 1 представлена зависимость между

объемом средств суверенного фонда, инвестированных в акции (зависимая переменная по оси Y) и размером суверенного фонда по отношению к объему ВВП страны (независимая переменная по оси X).

Таблица 2

Размер суверенного фонда РФ в сравнении с зарубежными аналогами

№	Страна	Размер суверенного фонда				
		Объем, млрд долл. США	ВВП (по данным за 2018 г.), млрд долл. США	Размер населения страны, млн чел.	Размер активов фонда к ВВП, %	Размер активов фонда на человека, долл. США
1	Норвегия	1098,82	435,00	5,30	252,60%	207 325
2	Саудовская Аравия	696,70	414,00	9,60	168,29%	72 573
3	Кувейт	592,00	142,00	4,60	416,90%	128 696
4	Российская Федерация	124,46	1657,60	146,90	7,51%	847
5	Казахстан	67,40	171,00	18,16	39,42%	3 711

Источник: составлено автором на основе [3].

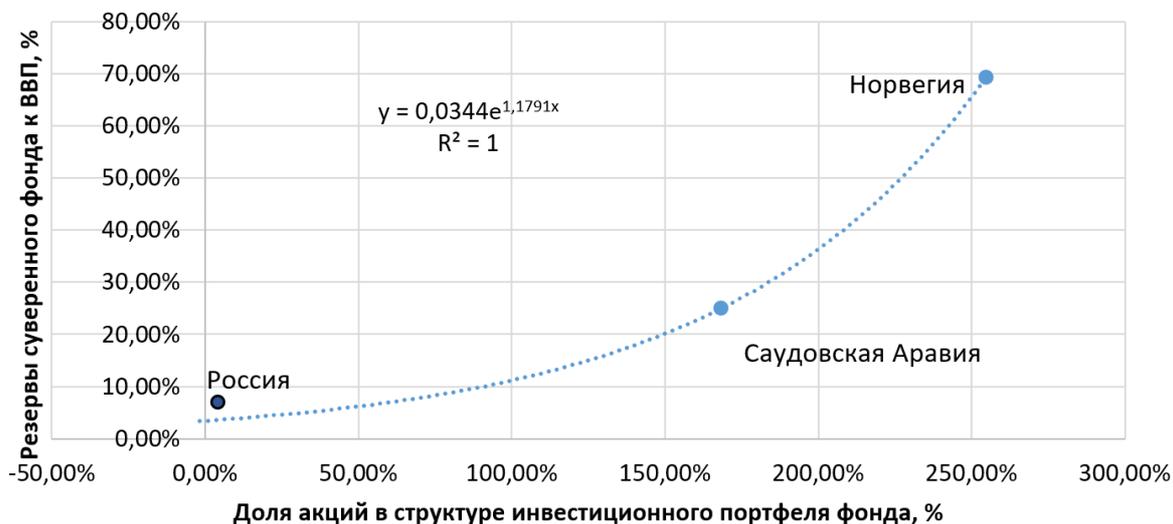


Рисунок 1. Экспоненциальная зависимость между объемами суверенного фонда к ВВП и долей фонда, инвестированной в акции (составлено автором на основе [3; 4])

По данным рисунка 1 видно, что чем больше размер суверенного фонда по отношению к размеру экономики страны, тем больше средств становится возможным направлять на портфельные инвестиции в акции. Вместе с тем, до тех пор, пока средства фонда находятся на уровне менее 100% ВВП, располагаемый объем средств суверенного фонда остается недостаточным и инвестиции в акции нецелесообразны.

Для реализации более продвинутой инвестиционной стратегии управления средствами

ФНБ, при которой в распоряжении страны будет более чем достаточно резервов для проведения контрциклической политики и при этом будет существенный лимит на риск, соответствующий норвежской модели, России необходимо увеличить размер ФНБ примерно в 34 раза (табл. 3). Таких объемов накопленных резервов в распоряжении России в последние 25 лет не было, а предпосылок для их формирования в будущем при прочих равных условиях не предвидится.

Таблица 3

**«Норвежская модель ФНБ РФ» и соответствующие модельные объемы фонда и доли инвестирования в различные финансовые инструменты**

<b>Суверенный фонд Норвегии</b>	<b>Размер активов фонда, млрд. долл. США</b>	<b>ВВП (по данным за 2018 г.), млрд. долл. США</b>	<b>Активы фонда к ВВП, %</b>
	1108,17	435,00	254,75%
Показатели фонда Норвегии	Инструменты с фиксированной доходностью	Недвижимость	Акции
Доля активов в портфеле, %	28%	2,70%	69,30%
Капитализация активов, млрд. USD	310,29	29,92	767,96
Доля активов в ВВП, %	71,33%	6,88%	176,54%
<b>ФОНД НАЦИОНАЛЬНОГО БЛАГОСОСТОЯНИЯ РФ</b>	<b>Размер активов фонда, млрд. долл. США</b>	<b>ВВП (по данным за 2018 г.), млрд. долл. США</b>	<b>Активы фонда к ВВП, %</b>
	124,46	1657,60	7,51%
Показатели фонда РФ (модельные)	Инструменты с фиксированной доходностью	Недвижимость	Акции
Доля активов в портфеле, %	28%	2,70%	69,30%
Капитализация активов, млрд. USD	1182,37	114,01	2926,38
Доля активов в ВВП, %	71,33%	6,88%	176,54%
<b>Целевой размер ФНБ, млрд. USD</b>	<b>4 222,76</b>		
<b>Больше текущего размера в (раз)</b>	<b>33,93</b>		

Источник: составлено автором на основе [3, 9].

**Заключение**

В заключении отметим, что с учетом объемов финансовых резервов, которые Россия способна накапливать в суверенных фондах в периоды между финансовыми кризисами, нашей стране следует инвестировать средства ФНБ в ликвидные активы с умеренной ожидаемой доходностью, превышающей инфляцию, с расчетом на то, что в периоды кризисов будет необходимо в среднем 100 млрд долларов США (в перспективе надо поправку на инфляцию). На наш взгляд следует акцентировать внимание на инфраструктурных проектах и предложениях Министерства экономического развития, выбирая идеи, имеющие потенциал развивать несырьевую экономику и несырьевой экспорт.

Проблемой инвестиций в инфраструктурные проекты является низкое качество финансового и инвестиционного менеджмента, коррупция и неэффективность модели государственного управления в этой области. С нашей точки зрения гипотетическая проблема ускорения темпов инфляции в современных условиях не является критической, поскольку на мировую экономику достаточно сильно давит технологический прогресс, снижая цены по всей мировой экономике и удерживая общий уровень роста цен на гра-

нице дефляции даже при нулевых процентных ставках и агрессивном монетарном стимулировании экономического роста.

С учетом того, что с 2008 г. в мире не было рецессии, вероятность ее наступления в 2020-2021 гг. крайне высокая, следовательно, Россия рискует столкнуться со значительным снижением внешнего спроса и вероятного падения цен на энергоносители, поэтому в таких условиях, с нашей точки зрения следует делать акценты на усилении ликвидности и надежности активов, в которые инвестируются средства ФНБ, жертвуя определенным процентом рентабельности инвестиций. При этом, в случае принятия решения инвестирования средств в инфраструктурные проекты с реализацией на территории РФ, необходимо отдавать предпочтение проектам с минимальными сроками окупаемости. Кроме этого, следует принимать во внимание то, что вопросы повышения эффективности контроля над реализацией инфраструктурных проектов в части качественного и целевого использования средств лежат в политической (не экономической и не финансовой) плоскости и сильно связаны с проблемами коррупции в РФ, с которыми активно борются зарубежные страны. Мы полагаем, что в современных российских условиях все усилия по решению данного вопроса

