ФИНАНСЫ, ДЕНЕЖНОЕ ОБРАЩЕНИЕ, КРЕДИТ. ЦИФРОВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ТЕХНОЛОГИИ

DOI: 10.6060/ivecofin.2021493.544
УДК: 334.72:656

ВЛИЯНИЕ СТРУКТУРЫ СУВЕРЕННЫХ ФОНДОВ НА СТОИМОСТЬ ИХ АКТИВОВ НА ПРИМЕРЕ РОССИИ И НОРВЕГИИ

А.И. Бельская, М.С. Сычева, О.В. Макашина

Анастасия Игоревна Бельская* (ORCID 0000-0003-1216-9260), Маргарита Сергеевна Сычева (ORCID 0000-0002-7080-1941), Ольга Владиленовна Макашина (ORCID 0000-0003-3199-7256)
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Ленинградский проспект, 49, Москва, 125993 (ГСП-3), Россия
E-mail: anastasiiabelsk@mail.ru*, sychevarita@yandex.ru, OVMakashina@fa.ru

Предметом исследования является влияние структуры активов суверенных фондов на увеличение их стоимости. Актуальность исследования этой проблемы обусловлена, во-первых, изменением условий, целей и задач формирования суверенных фондов в XXI в., а во-вторых, необходимостью коррекции структуры активов с учетом современных макроэкономических вызовов и шоков. Целью исследования является оценка зависимости стоимости активов суверенных фондов от их структуры в России и Норвегии. На основе анализа зарубежного и отечественного опыта функционирования суверенных фондов выявлены основные элементы инвестирования средств фондов и влияние на их стоимость. Показано, как выбранная стратегия управления структурой фонда в 2020 г. повлияла на увеличение доходности Глобальный пенсионного фонда и Фонда национального благосостояния. Сформулированные в статье тенденции позволили определить основные направления совершенствования структуры суверенного фонда в России. В статье сделан вывод о том, что в современных реалиях тенденция изменения структуры фонда смещается с нефтегазового сектора в сторону технологического сектора для обеспечения стабильности национальной валюты и устойчивости бюджетной системы.

Ключевые слова: суверенные фонды, структура суверенного фонда, Глобальный норвежский фонд, Фонд национального благосостояния.

INFLUENCE OF THE STRUCTURE OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS ON THE VALUE OF THEIR ASSETS BY THE EXAMPLE OF RUSSIA AND NORWAY

A.I. Belskaya, M.S. Sycheva, O.V. Makashina

Anastasia I. Belskaya* (ORCID 0000-0003-1216-9260), Margarita S. Sycheva (ORCID 0000-0002-7080-1941), Olga V. Makashina (ORCID 0000-0003-3199-7256)
Financial University under the Government of the Russian Federation, Leningradsky Ave, 49, Moscow, 125993, Russia
E-mail: anastasiiabelsk@mail.ru*, sychevarita@yandex.ru, OVMakashina@fa.ru

The subject of the article is the influence of the asset structure of sovereign wealth funds on the increase in their value. The relevance of this issue is caused, firstly, by the change in the conditions, goals and objectives of sovereign funds formation in the XXI century, and secondly, by the need to correct the asset structure by taking into account modern macroeconomic challenges and shocks. The purpose of the article is to assess the dependence of the value of sovereign wealth funds on their asset structure in Russia and Norway. Based on the analysis of foreign and domestic experience of the performance of sovereign wealth funds, the article identifies the structure of investments and their impact on the value of funds. This shows how the chosen investment strategy in 2020 affected the increase in the profitability of the Government Pension Fund Global and the National Welfare Fund. The trends formulated in the article allowed us to determine the main directions for improving the structure of the sovereign wealth fund in Russia. The

article concludes that in modern realities, the trend of changing the structure of the fund is shifting from the oil and gas sector to the technological sector to ensure the stability of the national currency and the stability of the budget system.

Keywords: sovereign funds, sovereign fund structure, the Government Pension Fund Global, National Welfare Fund.

Для цитирования:
Бельская А.И., Сычева М.С., Макашина О.В. Влияние структуры суверенных фондов на стоимость их активов на примере России и Норвегии. *Известия высших учебных заведений. Серия «Экономика, финансы и управление производством» [Ивэкофин]*. 2021. № 03(49). С.7-11. DOI: 10.6060/ivecofin.2021493.544

For citation:
Belskaya A.I., Sycheva M.S., Makashina O.V. Influence of the structure of sovereign wealth funds on the value of their assets by the example of Russia and Norway. *Ivecofin.* 2021. № 03(49). С.7-11. DOI: 10.6060/ivecofin.2021493.544 (in Russian)

ВВЕДЕНИЕ

Рассматривая текущую ситуацию во многих странах мира, можно отметить безусловно возросшую роль и значение бюджетов как инструментов государственного регулирования экономики и социальной сферы. Создание фондов, аккумулирующих денежные средства для дальнейшего расходования на соответствующие цели, используется уже довольно давно. Однако, их нельзя назвать нескончаемыми, что приводит к тому, что рано или поздно может произойти так, что объем собранных средств будет недостаточен для покрытия всех расходов. Для решения подобной проблемы и создаются государственные резервы, которые в нужный момент могут покрыть дефицит бюджета. Во многих развитых странах таким резервом стали созданные ими суверенные фонды.

АНАЛИЗ ПРЕДМЕТНОЙ ОБЛАСТИ

Суверенный фонд – это государственный фонд, средства которого инвестируются в различные активы, такие как ценные бумаги, недвижимость, иностранная валюта и другие финансовые инструменты. Такие фонды создают с целью покрытия возможного дефицита государственного/федерального бюджета, поддержания реального курса национальной валюты, а также накопления дополнительных средств для их дальнейшего инвестирования в различные активы и проекты. Это позволяет выдвинуть гипотезу, что структура суверенного фонда страны напрямую влияет на приумножение стоимости активов. Для подтверждения данной гипотезы будет проведено сравнение двух суверенных фондов: Фонда национального благосостояния Российской Федерации и Глобального пенсионного фонда Норвегии.

Фонд национального благосостояния (далее ФНБ) был создан 1 февраля 2008 г. при разделении Стабилизационного фонда на два самостоятельных. Однако, в дальнейшем, в 2018 г. они были объединены в один фонд – ФНБ, а средства, которые находились в прошлых фондах, были направлены на покрытия расходных обязательств государства. Формирование средств в данном суверенном фонде происходят в основном за счет дополнительных нефтегазовых доходов федерального бюджета. Чаще всего инвестирование в данном суверенном фонде происходит в высоколиквидные активы с низким уровнем риска для обеспечения возможности их быстрой мобилизации. Тем самым, помимо дополнительных нефтегазовых доходов ФНБ также пополняется из доходов, полученных от управления средствами фонда. Их можно вкладывать в акции, долговые обязательства различных стран, паи инвестиционных фондов, открывать депозиты.

Глобальный пенсионный фонд Норвегии был образован в 1990 г. (в рамках Государственного нефтяного фонда). Однако идея создания данного фонда сформировалась еще в 1960-х годах. Несмотря на то, что данный суверенный фонд Норвегии является нефтяным, уже довольно продолжительное время основным источником его пополнения является доход от инвестиций в акции крупных компаний. Также важно отметить, что Глобальный пенсионный фонд в настоящее время ведет политику диверсификации рисков от вложения средств, совершая разнообразные инвестиции и расширяя круг инвестиционных активов. Это можно признать обоснованным, ведь продолжая использовать такую политику управления средствами фонда, правительство не только увеличивает доходность своих вложений, но и позволяет ему оставаться самым крупным суверенным фондом в мире с общей стоимостью активов более 1 трлн долларов. Основная цель данного суверенного фонда – сохранение национального богатства, при этом вложения фонда должны быть вложены в наиболее доходные проекты с умеренной степенью риска [5].

Глобальный пенсионный фонд работает на основании фискального правила. Его суть состоит в том, что государство не может тратить денежных средств больше, чем сумма ожидаемой доходности фонда. Другими словами, в среднем правительство Норвегии должно тратить только эквивалент реальной доходности фонда, т.е. средства, полученные от инвестирования, а не капитал фонда. В случае Российской Федерации формирование средств происходит в основном за счет дополнительных нефтегазовых доходов федерального бюджета. При определении, какие нефтегазовые доходы являются дополнительными, используется бюджетное правило. Его суть состоит в том, что есть базовая цена, которая ежегодно устанавливается и выше которой не может быть сумма расходов федерального бюджета. Та часть, которая превышает данную цену, направляется в суверенный фонд. Предельная же сумма использования средств ФНБ зависит от их объема в сравнении с валовым внутренним продуктом. Обе системы имеют определенный лимит использования, однако стратегия использования сверхдохода не позволяет развиться голландской болезни: получаемые нефтяные доходы лишь постепенно проникают в экономику, расходуя только процент от капитала фонда. Следовательно, суверенный фонд принесет пользу как можно большему количеству людей в будущем, если средства фонда будут сохраняться и лишь только преумножать национальное богатство страны.

Однако не только различие в стратегии использования средств суверенных фондов приводит к разнице в стоимости активов, но и их структура. Причем если первоначальная структура у большинства фондов основывалась на нефтегазовых доходах, то в дальнейшем развитие каждого отдельно взятого суверенного фонда зависит от выбранной инвестиционной стратегии. ФНБ придерживается консервативной инвестиционной политики в связи с тем, что является стабилизационным фондом Российской Федерации. Тем самым, структура его активов основывается на высоколиквидных активах, чтобы можно было незамедлительно воспользоваться средствами для покрытия дефицита федерального бюджета или бюджета Пенсионного фонда Российской Федерации. Для Глобального пенсионного фонда Норвегии, который является сберегательным фондом, инвестиционная стратегия характеризуется как умеренно-агрессивная и подразумевает вложение средств в активы с повышенным уровнем риска, в частности в акции крупным компаний.

На практике структура активов Глобального пенсионного фонда Норвегии выглядит следующим образом. По данным из годового отчета за 2020 г., наибольшие доля активов 20,4%, 18,5%, 13,8% сосредоточена в финансовом, технологичном и индустриальном секторе соответственно. Технологические компании показали лучшие результаты в 2020 г. с доходностью 41,9%. Глобальная пандемия способствовала резкому росту спроса на продукты для онлайн-работы, образования, шопинга и развлечений, и компании, разрабатывающие эти продукты, принесли высокий доход. Самым слабым активом были нефть и газ с доходностью -25,3%. Пандемия и вызванный ею экономический кризис оказали крайне негативное влияние на мобильность, что поспособствовало падению цен на нефть, ослаблению рынка природного газа, нефтепродуктов и нефтехимии. Более того, Норвегия стремиться к сокращению доли активов в нефтегазовом секторе из-за перехода на новые уклады в сфере энергетики. Выбранная инвестиционная стратегия норвежского суверенного фонда показывает наилучшие результаты в мировой практике. Благодаря этому кризис 2020 г. не отразился на нем, и Глобальный пенсионный фонд получил второй по размеру доход за последние 20 лет (табл.1) [4].

Таблица 1. Доходность инвестиций Глобального пенсионного фонда Норвегии в акционерный капитал в 2020 г. по секторам
Table 1 Norway Global Pension Fund performance in equity in 2020 by sector

Сектор	Доходность, %	Доля в структуре активов, %
Финансовый	-6,3	20,4
Технологичный	41,9	18,5
Индустриальный	17,2	13,5
Потребительские товары	16,7	12,0
Здравоохранение	13,7	11,7
Потребительские услуги	17,3	11,5
Нефть и газ	-25,3	3,0
Базовые материалы	21,0	4,4
Коммунальные услуги	10,3	2,6
Теле-коммуникации	1,7	2,4

В отличие от Глобального пенсионного фонда Норвегии структура активов ФНБ состоит из:

- операций с иностранной валютой в Банке России;
- депозитов, размещенных в ВЭБ.РФ;
- долговых обязательств иностранных государств;

- ценных бумаг российских эмитентов, связанных с реализацией самоокупаемых инфраструктурных проектов;
- привилегированных акций кредитных организаций;
- обыкновенных акций ПАО Сбербанк и ПАО «Аэрофлот» [3].

Данные инструменты достаточно безопасны для государства, так как они меньше всего подвержены риску и их можно быстро превратить в денежные эквиваленты, однако, доходность таких активов остается невысокой.

Также следует отметить, что ФНБ не инвестирует в акции зарубежных стран. Норвегия же напротив обладает портфелем из акций и облигаций крупных иностранных эмитентов, таких как Apple, Microsoft, Nestle, Tesla и др. Данные ценные бумаги обладают большей доходностью, чем отечественные, поэтому прослеживается такая разница в стоимости активов фондов. В табл.2 представлена структура и направленность управления средствами фондов. За рассматриваемый период Глобальный пенсионный фонд увеличивает долю активов в акциях компаний, а ФНБ еще больше перераспределяет средства в низкорисковые активы. Такой подход не будет повышать эффективность управления средствами ФНБ. Фонд увеличивает стоимость своих активов за счет нефтегазовых доходов, но не использует их для вложения средств в быстроразвивающиеся и доходные активы, такие как акции компаний технологического сектора экономики [2].

Таблица 2. Структура активов фонда в 2018–2020 гг., в % к объему фонда
Table 2 The structure of the fund's assets in 2018–2020, % of the fund's volume

Наименование фонда	Акции			Инструменты с постоянным доходом			Недвижимость		
Годы	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
ФНБ	10,1	5,5	16,2	89,9	94,5	83,8	-	-	-
Норвежский фонд	66,0	70,8	72,8	31,0	26,5	24,7	3,0	2,7	2,5

Источник: составлено авторами на основе [2]

Различия в структуре активов непосредственно влияют на увеличение стоимостной оценки активов суверенных фондов. Так, из приведенных ниже данных следует, что различие между суверенными фондами Норвегии и Российской Федерации велико. В отличие от Глобального пенсионного фонда, статистика Фонда национального благосостояния показывает, что современная бюджетная политика, в частности в отношении суверенного фонда, не соответствует современным макроэкономическим вызовам. Суверенный фонд Норвегии, наоборот, показывает отличную тенденцию к превышению роста средств фонда над темпом роста валового внутреннего продукта страны, что, в свою очередь, может говорить о подготовленности страны к наступлению различных бюджетных рисков (табл. 3).

В ближайших планах правительства также не прослеживается изменение структуры фонда в пользу пусть более рискованных, но и более доходных вложений. Так выступая 3 июня на Петербургском международном экономическом форуме министр финансов РФ Антон Силуанов заявил, что в течение месяца Фонд национального благосостояния (ФНБ) полностью избавится от долларовых активов [6].

Таблица 3. Отношение активов суверенных фондов к ВВП за период 2018–2020 гг.
Table 3 Ratio of assets of sovereign wealth funds to GDP for the period 2018–2020

	2018	2019	2020
Норвегия	219,5%	285,6%	326,5%
Россия	3,7%	7,3%	11,7%

Источник: составлено авторами

По словам главы Минфина, после изменений структура фонда будет выглядеть следующим образом: 40% - в евро, 30% - в китайских юанях, 20% - в золоте, по 5% - в фунтах стерлингов и японских йенах. По состоянию на 1 мая, объем ФНБ составил 13,825 трлн рублей (185,87 млрд долларов), или 12% ожидаемого в 2021 г. объема российского ВВП. Объем ликвидных активов фонда (средства на счетах в Банке России) составил 8,66 трлн рублей (116,43 млрд долларов), что составляет 63% общей суммы. Таким образом инвестиционная стратеги ФНБ продолжает оставаться крайне консервативной.

Возможным решением вопроса о необходимости наращивать активы ФНБ может стать увеличение границы формирования суверенного фонда до размеров, которые можно сопоставить

с динамикой и размером реального валового внутреннего продукта на основе определения бюджетных рисков.

Из проведенного анализа влияния структуры активов суверенных фондов на их стоимостную оценку вытекают несовершенства действующей политики управления ФНБ. Макроэкономические вызовы требуют принятия новых решений для повышения эффективности управления средствами фонда. Средства фонда необходимо начать инвестировать в технологические компании путем покупки акций, что повысит стоимость фонда в среднесрочной перспективе, так как данных сектор стремительно развивается. ФНБ требует пересмотра стратегии инвестирования с консервативной на умеренно-агрессивную, что позволит разработать долгосрочную концепцию развития суверенного фонда. Данная политика подразумевает уменьшение ликвидных активов в структуре фонда. При это конечно же существует риск невозможности покрытия текущих обязательств в рамках федерального бюджета страны. Однако, с учетом размеров фонда и поступления доходов от размещения его средств непосредственно в федеральный бюджет данное изменение не будет критично сказываться на сбалансированности бюджетной системы.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Подводя итог, в современных реалиях для эффективного инвестирования активов фонда, успешные суверенные фонды ищут новые инвестиционные продукты, которые являются менее ликвидными и рисковыми, но при этом более доходными. И позволяющими уходить от исключительно нефтяных источников формирования фонда. Проведенный выше анализ показал, что в долгосрочной перспективе наличие большинства доходных активов по типу акций приводит к большему преумножению средств фонда. Наблюдается тенденция к концентрации средств в активы развитых стран, то есть средства фонда выводятся из развивающихся экономик и фокусируются на рынке акций. Также в основном капитал стал перетекать в финансовые и технологические сектора. По динамике капитализации технологические области становится наиболее крупным сектором мировой экономики. Те нефтяные фонды, которые были созданы несколько десятилетий назад, сейчас изменяют свою структуру формирования в пользу перераспределения доходов вторичного и третичного секторов экономики. Это позволяет значительно увеличивать объем находящихся средств в фонде, которые могут обеспечить стабильность национальной валюты и устойчивость бюджетной системы.

ЛИТЕРАТУРА

1. **Дорофеев М.Л.** Актуальные проблемы управления средствами Фонда национального благосостояния РФ и пути их решения. *Научные ведомости*. 2019. №4. С. 652-666.
2. Отчет о результатах экспертно-аналитического мероприятия «Мониторинг и оценка эффективности размещения и использования средств Фонда национального благосостояния, в том числе направленных на финансирование инфраструктурных проектов, в 2018–2019 годах». https://ach.gov.ru/upload/iblock/437/437783d8dad23e062012fd6e5934f233.pdf.
3. Статистика Фонд национального благосостояния. https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/nationalwealthfund/management/.
4. Government Pension Fund Global Annual report 2020. https://www.nbim.no/contentassets/fd871d2a4e2d4c1ab9d3d66c98fa6ba1/annual-report-2020_government-pension-fund-global_web.pdf.
5. Norges bank investment management. https://www.nbim.no/.
6. Выступление министра финансов РФ Силуанова А.Г. на Петербургском международном экономическом форуме. https://rg.ru/2021/06/03/fnb-polnostiu-izbavitsia-ot-dollarovyh-aktivov-v-techenie-mesiaca.html?utm_source=yxnews&utm_medium=desktop.
7. **Макашина О.В., Красникова Н.С.** Алгоритм организации финансов государственного сектора. *Известия высших учебных заведений. Серия «Экономика, финансы и управление производством» [Ивэкофин]*. 2020. № 4(46). С.25-34.

REFERENCES

1. **Dorofeev M.L.** Actual problems of managing the funds of the National Welfare Fund of the Russian Federation and ways to solve them. *Scientific statements*. 2019. №4. P. 652-666. (in Russian).
2. Report on the results of the expert and analytical event "Monitoring and evaluation of the effectiveness of placement and use of funds from the National Wealth Fund, including those aimed at financing infrastructure projects, in 2018–2019". https://ach.gov.ru/upload/iblock/437/437783d8dad23e062012fd6e5934f233.pdf. (in Russian).
3. Statistics National Wealth Fund. https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/nationalwealthfund/management/. (in Russian).
4. Government Pension Fund Global Annual report 2020. https://www.nbim.no/contentassets/fd871d2a4e2d4c1ab9d3d66c98fa6ba1/annual-report-2020_government-pension-fund-global_web.pdf. (in Russian).
5. Norges bank investment management. https://www.nbim.no/.
6. Speech by the Minister of Finance of the Russian Federation A.G. Siluanov. at the St. Petersburg International Economic Forum. https://rg.ru/2021/06/03/fnb-polnostiu-izbavitsia-ot-dollarovyh-aktivov-v-techenie-mesiaca.html?utm_source=yxnews&utm_medium=desktop. (in Russian).
7. **Makashina O.V., Krasnikova N.S.** Algorithm for the organization of public sector finance. *Ivekofin*. 2020. N4(46). P.25-34. (in Russian).

Поступила в редакцию 05.08.2021
Принята к опубликованию 17.08.2021

Received 05.08.2021
Accepted 17.08.2021