

НАУЧНЫЕ ОБСУЖДЕНИЯ

ПРОБЛЕМЫ И МЕХАНИЗМЫ УПРАВЛЕНИЯ СРЕДСТВАМИ СТАБИЛИЗАЦИОННОГО ФОНДА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

© 2008 г. А. А. Лосев

(Москва)

СОСТОЯНИЕ СТАБИЛИЗАЦИОННОГО ФОНДА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Споры об управлении и использовании средств Стабилизационного фонда Российской Федерации не утихают с момента резкого скачка цен на энергоносители. В Послании Федеральному собранию Российской Федерации (26 апреля 2007 г.) Президент России предложил разделить Стабилизационный фонд на три составляющие: резервный фонд, финансирование масштабных федеральных программ, фонд национального благосостояния.

В данной статье приводится сравнительная характеристика фондов как в России, так и за рубежом, механизмов управления такими фондами и проблем, возникающих при реализации этих механизмов. В первую очередь хотелось бы обратить внимание на объем финансовых ресурсов, которые аккумулированы в Стабфонде (рис. 1). По состоянию на 28 апреля 2007 г. остатки на счетах Стабфонда составляют: 54 122 998 700.00 руб.; 48 607 028 869.34 долл. США; 37 826 837 013.80 евро; 5 679 175 602.78 фунтов стерлингов Великобритании (табл. 1).

Если рассмотреть средства Стабфонда в масштабе страны, например в виде единовременной выплаты всем жителям России, то на душу населения придется менее 20 тыс. руб. Это говорит о незначительности объема средств Стабфонда. В случае падения цен на нефть нефтегазовых доходов будет недостаточно для покрытия дефицита бюджета.

По оценкам Минфина России нефтегазовые доходы и сбережения от нефтегазовых доходов будут постепенно снижаться, начиная с 2007 г. (табл. 2). В связи с этим размер резервного фонда должен составлять не менее 10% ВВП. В абсолютных показателях по состоянию на 1 февраля 2008 г. объем резервного фонда по прогнозам Минфина России составит 3069 млрд. руб., фонда будущих поколений (фонда национального благосостояния) — 470.73 млрд. руб. Прогнозируе-

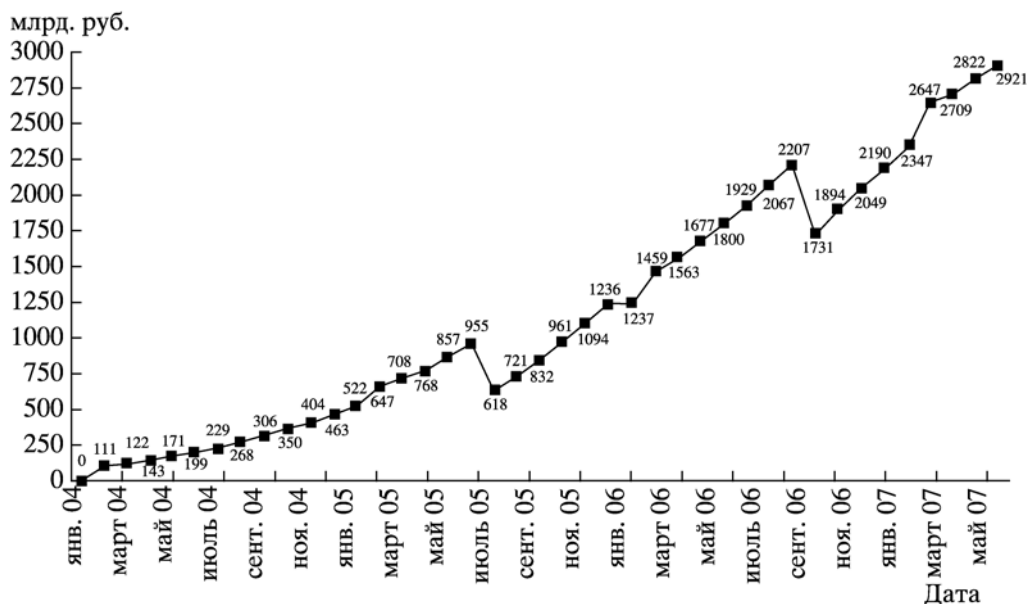


Рис. 1. Совокупный объем средств Стабфонда, млрд. руб.

Таблица 1. Совокупный объем средств Стабфонда

Дата	в млрд. долл. США	в млрд. руб.
01.05.2007	113.70	2920.50
01.04.2007	108.11	2812.21
01.03.2007	103.55	2708.85
01.02.2007	99.77	2647.21
01.01.2007	89.13	2346.92
01.12.2006	83.21	2189.52
01.11.2006	76.62	2049.30
01.10.2006	70.73	1894.09
01.09.2006	64.73	1730.64
01.08.2006	82.14	2207.33

Источник: по данным Минфина России (http://www.minfin.ru/stabfond_rus/stat_rus.htm).

Таблица 2. Расчетные и прогнозные показатели использования нефтегазовых доходов, % ВВП

	Фактические показатели							Оцен- ка	Проект		
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ненефтегазовые доходы	11.7	13.1	15.1	14.1	13.5	13.6	12.7	12.2	12.2	12.9	12.8
Нефтегазовые доходы	3.8	4.7	5.2	5.4	6.6	10.1	10.9	8.1	6.8	5.9	5.2
Ненефтегазовый дефицит	2.4	1.7	3.8	3.7	2.4	2.6	3.4	4.8	6.6	5.9	5.2
Нефтегазовый трансферт	2.4	1.9	2.9	3.7	2.0	2.3	2.9	4.9	6.1	5.3	4.5
Сбережение нефтегазовых доходов	1.4	2.8	2.4	1.7	4.7	7.8	8.0	3.2	0.7	0.6	0.7

Источник: по данным Минфина России (<http://www.minfin.ru/budget/budget.htm>).

Таблица 3. Прогноз доходов федерального бюджета

Годы	2008		2009		2010	
Статьи	млрд. руб.	% ВВП	млрд. руб.	% ВВП	млрд. руб.	% ВВП
Доходы	6644.4	19.0	7465.4	18.8	8089.9	18.1
Нефтегазовые	2383.1	6.8	2351.9	5.9	2348.3	5.2
в том числе:						
НДПИ	860.7	2.5	843.7	2.1	841.2	1.9
вывозные таможенные пошлины	1522.4	4.3	1508.2	3.8	1507.1	3.4
Ненефтегазовые	4261.3	12.2	5113.5	12.9	5741.6	12.8
в том числе:						
налог на прибыль	534.5	1.5	587.6	1.5	645.1	1.4
НДС	2168.5	6.2	2797.6	7.0	3221.7	7.2
акцизы	149.5	0.4	170.7	0.4	195.3	0.4

Источник: по данным Минфина России (<http://www.minfin.ru/budget/budget.htm>).

мая величина резервного фонда в 2009 и 2010 г. – 3709.2 млрд. руб. (9.3% ВВП) и 4129.7 млрд. руб. (9.2% ВВП) (Основные направления, 2007, с. 6–7) (табл. 3).

В прогнозах Минфина России на 2008–2010 гг. треть доходов бюджета заложена в виде нефтегазовых доходов (Основные направления, 2007, с. 9). В то же время рост зависимости доходов

бюджета от нефтегазовых поступлений становится все более угрожающим. Дефицит бюджета без учета нефтяной составляющей растет со скоростью 1% ВВП в год (Вавилов, 2007).

ПРОБЛЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ СРЕДСТВАМИ СТАБИЛИЗАЦИОННОГО ФОНДА

Управление Стабилизационным фондом Российской Федерации определяется Правительством Российской Федерации. Средствами Фонда управляет Министерство финансов Российской Федерации и в отдельных случаях по договору с правительством Российской Федерации — Центральный банк Российской Федерации. В настоящее время управление средствами Фонда может осуществляться путем приобретения долговых обязательств иностранных государств или иностранной валюты. Приобретение долговых обязательств иностранных государств регламентируется правилами инвестирования средств Фонда.

Управление средствами происходит путем перевода средств в иностранную валюту: 45% — доллары США, 45% — евро, 10% — фунты стерлингов. Управление средствами Стабфонда, а именно инвестирование в ценные бумаги, осуществляется Центробанком по поручению Минфина России. В связи с судебными разбирательствами и арестами российского имущества за рубежом (долги России перед фирмой Noga и др.) средства Стабфонда размещены на счетах Казначейства (Минфина России) в Центральном банке и инвестирование средств Стабфонда в ценные бумаги осуществляется вместе со средствами Центрального банка в обезличенном виде.

По мнению экспертов (Вавилов, 2007), управление средствами фонда происходит недостаточно эффективно. “Ведь если у Минфина есть счет в рублях в ЦБ, то против него есть активы в валюте, которые и так уже давным-давно размещены в виде валютных резервов”. А.П. Вавилов предлагает инвестировать Фонд в “решение пенсионных проблем и соответственно вложить его в акции российских и иностранных компаний”.

По мнению ученых (Львов, Афанасьев, 2006), средства фонда более рационально направить (в качестве одного из вариантов) на развитие промышленности России, а именно — на “создание совместных инвестиционных проектов государства и частного бизнеса по масштабному перевооружению несырьевых отраслей российской экономики” (там же, с. 28) или на “централизованный импорт уникального оборудования для бюджетного сектора путем прямых государственных закупок” (там же, с. 30).

МЕХАНИЗМЫ УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ

Задача управления средствами фонда формализуется следующим образом: есть огромная сумма денег, которую необходимо инвестировать для получения дохода или, по крайней мере, сохранения от обесценения. При этом должна быть обеспечена высокая ликвидность активов, т.е. возможность быстро продать ценные бумаги или валюту и использовать полученные деньги в качестве резервов при наступлении неблагоприятных условий (падении цен на нефть) и других выплат. Риски также должны быть минимизированы. Задача сводится к управлению портфелем ценных бумаг или “корзиной валют”. Инвестирование средств Стабфонда как инструмент управления активами будет рассмотрен ниже.

В России существует опыт управления средствами пенсионного фонда Внешэкономбанком. Доходность инвестирования средств пенсионных накоплений составила 12.18% за 2005 г. и 5.67% за 2006 г. Таким образом, доходность управления средствами пенсионных накоплений государственной управляющей компанией не покрывает инфляции. Это связано со значительным ограничением инструментов инвестирования. Перечень активов инвестирования частными управляющими компаниями для государственной управляющей компании значительно урезан Постановлением Правительства № 540 от 01.09.2003 “Об утверждении инвестиционной декларации Внешэкономбанка о доверительном управлении средствами пенсионных накоплений”.

Рассмотрим западный опыт управления нефтяными фондами. Наиболее успешным считается норвежский фонд Government Pension Fund — Global. Именно по модели норвежского фонда и создавался Стабилизационный фонд Российской Федерации.

С 1 января 2006 г. Нефтяной фонд (Petroleum Fund) Норвегии, основанный в 1990 г., был переименован в Государственный пенсионный фонд (Government Pension Fund — Global). Управление фондом осуществляется Центральным банком Норвегии (Norges Bank) на основании указаний Министерства финансов Норвегии. Главное отличие в инвестиционной политике заключается в том, что помимо кредитного рейтинга и других параметров ценных бумаг важнейшим критерием для инвестирования служат этические нормативы. Специальный Консультационный

Таблица 4. Стратегический эталонный портфель, %

Регион инвестирования	Доля для акций	Доля для облигаций
Азия и Океания	15	5
Европа	50	60
Америка и Африка	35	35

Источник: Центральный банк Норвегии (<http://www.norges-bank.no>).

совет по этике рассматривает возможность инвестирования средств Фонда в ту или иную компанию. Например, инвестирование средств Government Pension Fund – Global в акции компании Boeing невозможно, так как эта компания, в том числе, занимается производством оружия.

В международной практике оценка эффективности управления портфелем проводится на относительной, а не на абсолютной основе, а именно, сравниваются доходности, полученные при управлении портфелем. Например, инвестор доверяет экспертному мнению Информационного комитета НП «Фондовая биржа “Российская Торговая Система”» и решается инвестировать в портфель, полностью совпадающий со структурой индекса RTSI, т.е. вложиться в индекс. В индекс RTSI включены акции 50 компаний с наибольшей капитализацией и с хорошей рыночной перспективой. Управление портфелем осуществляется в соответствии с изменением веса каждой акции в составе индекса. Таким образом, нет необходимости проводить анализ для создания портфеля и привлекать инвестиционного менеджера и аналитиков. Доходность портфеля будет соответствовать доходности индекса RTSI. В противном случае инвестор обращается к управляющему портфелем, к инвестиционному менеджеру, который составляет альтернативный портфель и управляет им. По истечении периода времени сравнивается доходность альтернативного портфеля с эталонным (в нашем случае – с доходностью индекса RTSI), что позволяет узнать, насколько эффективным было привлечение инвестиционного менеджера, т.е. оценивается эффективность управления портфелем. Эталонный портфель инвестора и альтернативный портфель инвестиционного менеджера должны быть сопоставимы по уровню риска и по доходности. То есть трудности возникают тогда, когда для создания альтернативного портфеля берется перепродажа ценных бумаг, намного отличающихся от эталонного портфеля. Эталонный портфель, как правило, представляет собой индекс или набор индексов.

В Government Pension Fund – Global состав эталонного портфеля основывается на рейтинге бумаг, регионе инвестирования и соблюдении этических норм эмитента. В “стратегическом эталонном портфеле” доля акций составляет 40%, облигаций 60% (табл. 4). Средства фонда можно вкладывать только в ненорвежские финансовые инструменты. При поступлении средств от продажи нефти ежемесячно “фактический эталонный портфель” приводится в соответствие со “стратегическим эталонным портфелем”. “Стратегический эталонный портфель” составлен из индекса акций FTSE equity indices крупных и средних компаний в 27 странах и индекса облигаций Lehman Global Aggregate Fixed Income Indices в 21 стране. Управление фондом также осуществляется с помощью валютной корзины. Министерство финансов определяет страны и валюты, которые могут быть включены в эталонный портфель фонда. Эталонный портфель обеспечивает основы для риск-менеджмента в управлении. Инвестиционное управление Банка Норвегии на основании эталонного портфеля оценивает управленческое исполнение внешних управляющих. В случае, если внешний управляющий за отчетный период “заработал” меньшую доходность, чем доходность эталонного портфеля, договор об управлении с ним расторгается. Интересно, что даже при отрицательной доходности, превышающей отрицательную доходность эталонного портфеля, управленческое исполнение считается эффективным. С 2000 по 2002 г. доходность управления была отрицательной.

Подобный механизм был использован для управления средствами Стабфонда. Управление средствами Стабилизационного фонда Российской Федерации в настоящее время реализовано на основании приказа Минфина России № 157 от 22.05.2006 г. “Порядок приведения фактической валютной структуры средств Стабилизационного фонда Российской Федерации в соответствие с нормативной валютной структурой” путем размещения средств согласно следующей нормативной структуре: доллары США – 45%, евро – 45%, фунты стерлингов – 10%. Эта нормативная структура и является эталонным портфелем или эталонной “корзиной валют”. Ежемесячно фактическая “корзина валют” приводится в соответствие с эталонной.

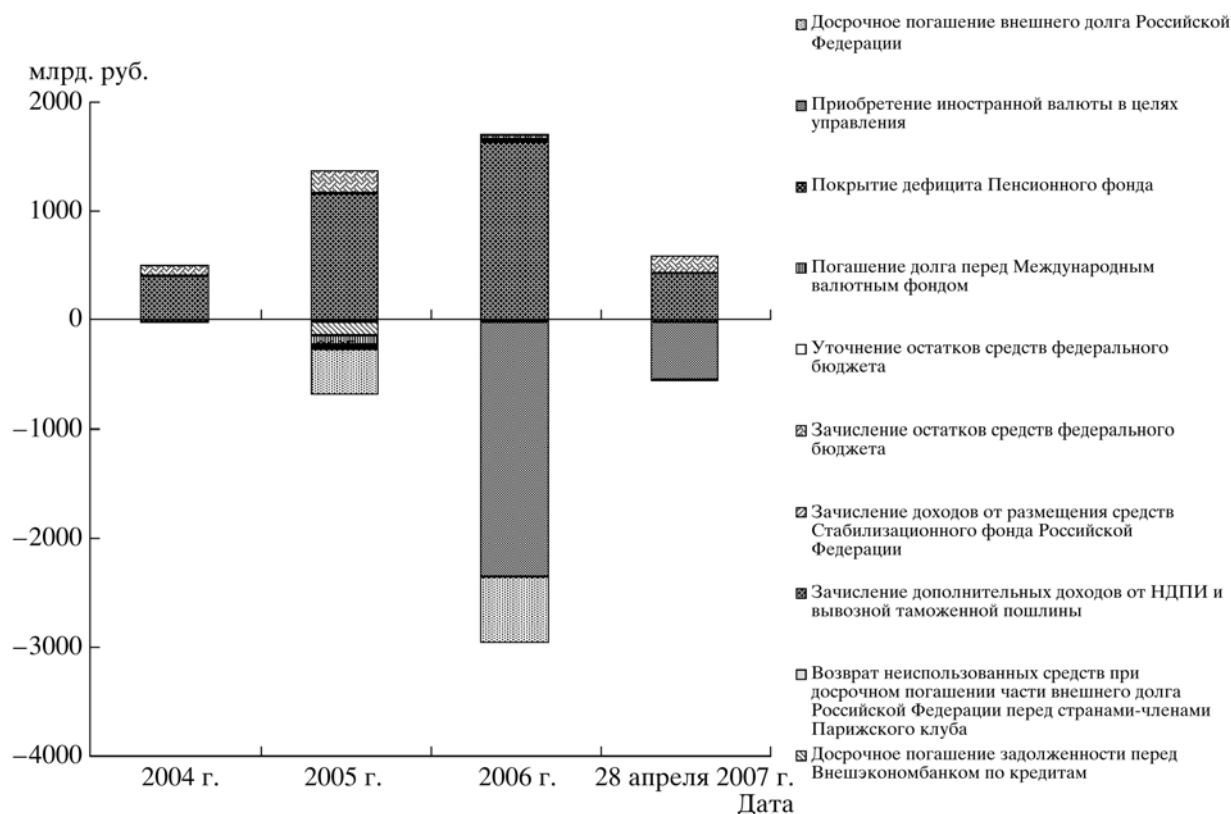


Рис. 2. Движение средств Стабилизационного фонда.

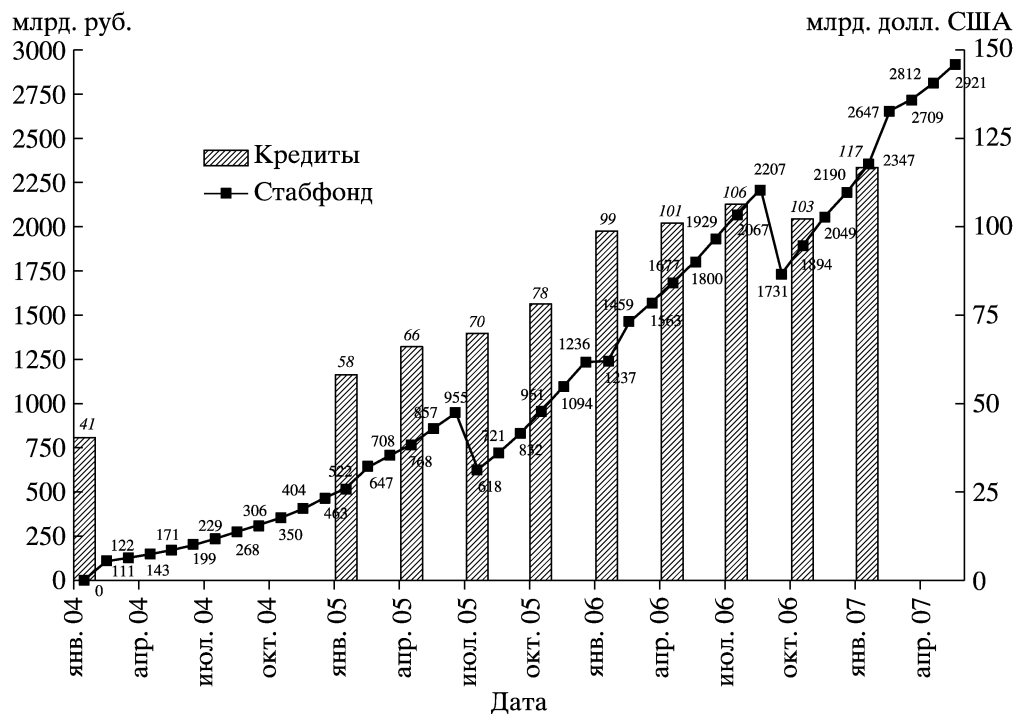


Рис. 3. Совокупный объем средств Стабфонда, млрд. руб. и объем корпоративных кредитов, млрд. долл. США (по данным Минфина России, ЦБ России).

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В настоящее время нет достаточно эффективных методов регулирования денежной массы. Не секрет, что “стерилизационная” функция Стабфонда является инструментом сдерживания инфляции. Для замедления темпов роста денежной массы и в рамках регулирования курса рубля Центральным банком осуществляется денежная эмиссия под покупку валюты от экспортной выручки. При этом у предприятий существует спрос на деньги для развития и модернизации производства. Примерно в том же объеме, в котором деньги изымаются в Стабфонд, крупные предприятия занимают за рубежом посредством кредитов. В последнее время, как видно на графике, объем кредитов незначительно сокращается благодаря использованию ценных бумаг (ИРО) в качестве инструмента привлечения средств (рис. 3).

Для более эффективного использования средств Стабфонда необходимы следующие действия.

1. Вывести средства Стабфонда на торговую площадку с такими же гарантиями защиты, как и у средств Центрального банка. Начать активное управление средствами Стабфонда, привлечь для этих целей внешних управляющих.
2. Прекратить использовать средства Стабфонда в качестве инструмента денежно-кредитной политики.
3. Разделить Стабфонд на несколько портфелей с различными инвестиционными политиками, что, на мой взгляд, предпочтительнее дробления Стабфонда на несколько независимых фондов.
4. Вкладывать средства Стабфонда в модернизацию российской экономики, в инфраструктурные проекты и социальные программы.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Вавилов А.П.** (2007): Стабилизационный фонд и приоритеты финансовой политики. XX Научная конференция РЭШ. Стенограмма.
- Львов Д.С., Афанасьев А.А.** (2006): Нужен ли России Стабилизационный фонд. Стратегическое планирование предприятий. Пленарные доклады Седьмого всероссийского симпозиума. 11–12 апреля 2006 г. М.: ЦЭМИ РАН.
- Основные направления** (2007): Основные направления бюджетной и налоговой политики на 2008–2010 годы. М.: Минфин России.