

РОЛЬ НЕФТЕГАЗОВЫХ ФОНДОВ В РОССИИ

Во многих странах достаточно давно существуют суверенные фонды благосостояния, созданные с разными целями и имеющие различные источники доходов. Некоторые фонды изначально были ориентированы на сглаживание экономических колебаний (стабилизационная функция), другие — на сбережение части доходов для будущих поколений, финансирование пенсионной системы в усложняющихся демографических условиях. Во многих странах, особенно там, где экономика зависит от экспорта ресурсов, фонды были разделены на стабилизационную и сберегательную части (портфели) для решения обеих задач.

Существуют три основных типа суверенных фондов благосостояния¹:

— направленные на обеспечение кратко- и среднесрочной макроэкономической стабилизации (например, нефтегазовые фонды Азербайджана и Казахстана, Мексики, резервный фонд Кувейта, стабилизационный фонд Чили);

— ориентированные на формирование долгосрочных сбережений, в том числе для поддержки пенсионной системы (например, фонд Аляски в США, пенсионные резервные фонды Чили и Ирландии, Фонд национального благосостояния в России);

— инвестиционные (например, инвестиционный фонд правительства Сингапура, Корейская инвестиционная корпорация).

Во многих странах суверенные фонды выполняют одновременно несколько функций и относятся соответственно к разным типам. (Например, фонд Норвегии одновременно выполняет стабилизационную и сберегательную функции.)

На декабрь 2011 г. общий объем средств суверенных фондов в мире составил около 4758 млрд долл., из них 2654 млрд — это средства нефтегазовых фондов². Объемы суверенных фондов в различных странах существенно варьируют. Так, в Норвегии объем фонда превышает 100% ВВП, в Азербайджане — около 40, в России — около 8% ВВП по итогам 2011 г.³

Инвестиционная стратегия фондов также может значительно меняться в зависимости от выполняемых функций. В таблице 1 представлена структура активов (до кризиса) суверенных фондов с различными целями и инвестиционными стратегиями.

Во время глобального финансового кризиса роль суверенных фондов во многих странах изменилась: на смену стратегии долгосрочного сбережения средств с целью получить максимальный инвестиционный

¹ *Kunzel P., Lu Y., Petrova I., Pihlman J.* Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds — A Shifting Paradigm / IMF. 2011. Jan.

² www.swfinstitute.org/fund-rankings/.

³ Суммарный объем Резервного фонда и Фонда национального благосостояния с учетом перечисления дополнительных доходов за 2011 г. в Резервный фонд в январе 2012 г.

**Инвестиционные стратегии различных суверенных фондов:
структура активов (в %)**

Категория фонда	Наличность/ депозиты	Инструменты с фиксирован- ной доход- ностью	Акции (портфельные инвестиции)	Прямые инвестиции	Другие активы	Примеры фондов
Консервативная стратегия (стабилизационная цель)	20–30	50–70	0–25	0	0	Саудовская Аравия, РФ, Кувейт (резервный фонд)
Получение высокой доходности (портфельные инвесторы)	5–10	10–20	50–60	5–10	10–20	Абу Даби, Кувейт (фонд будущих поколений), Норвегия, Сингапур
Стратегические инвестиции	0	0	30–35	50–60	10	Катар, Сингапур («Темасек»)

Источник: Стратегии управления суверенными инвестиционными фондами России и других стран с развивающимися рынками в условиях коррекции глобальных дисбалансов / ЦМАКП. 2010.

доход пришла политика инвестирования в высоколиквидные активы, чтобы иметь возможность использовать накопления для поддержки экономики в период спада. В условиях нестабильности и неопределенности ситуации в мировой экономике большинство стран скорее всего продолжат использовать средства фондов в качестве дополнительной «страховки» от негативных шоков.

В результате, вероятно, возрастет доля активов, вложенных в инструменты с фиксированной доходностью. Так, по итогам III квартала 2011 г. около 44% средств Норвежского фонда были размещены в такие инструменты, хотя, согласно утвержденной инвестиционной стратегии, их доля должна составлять 35–40%, а 60% средств следует размещать в акциях⁴.

В период кризиса, начиная с середины 2007 г., объем средств многих суверенных фондов существенно сократился. Практически все фонды понесли крупные убытки из-за снижения стоимости активов, входящих в их инвестиционные портфели. Кроме того, во многих странах средства фондов использовались для поддержки экономики, причем в разных формах:

- прямое расходование средств на покрытие бюджетного дефицита (то есть на финансирование текущих расходов, в том числе антикризисных);
- вложение средств в активы банковской системы внутри страны для последующей поддержки предприятий реального и финансового секторов или самой банковской системы;
- вложение средств в различные активы внутри страны с целью поддержать соответствующие компании.

Во втором и третьем случаях средства фондов формально не расходовались, менялся лишь инвестиционный портфель. Большинство

⁴ www.nbim.no/en/Investments/asset-mix/.

стран шли именно по этому пути, например Саудовская Аравия, Австралия, Китай, Россия (в части использования средств Фонда национального благосостояния).

Лишь немногие страны использовали средства фондов непосредственно на финансирование бюджетных расходов. Преимущественно это нефтедобывающие страны, столкнувшиеся с резким падением доходов бюджета, в том числе от нефти и газа, и вынужденные покрывать образовавшийся дефицит на фоне дополнительных расходов в рамках антикризисных программ. Так использовались средства Резервного фонда в России, нефтяных фондов Азербайджана и Казахстана.

По оценкам, за период с 2007 до начала 2009 г. стоимость активов суверенных фондов в мире снизилась примерно на 20%, или на 600 млрд долл.⁵ При этом стоимость акций в портфелях фондов упала на 45%, а облигаций — лишь на 18%. В результате многие фонды изменили структуру своих инвестиционных активов в пользу государственных облигаций, чтобы снизить риски и увеличить ликвидность.

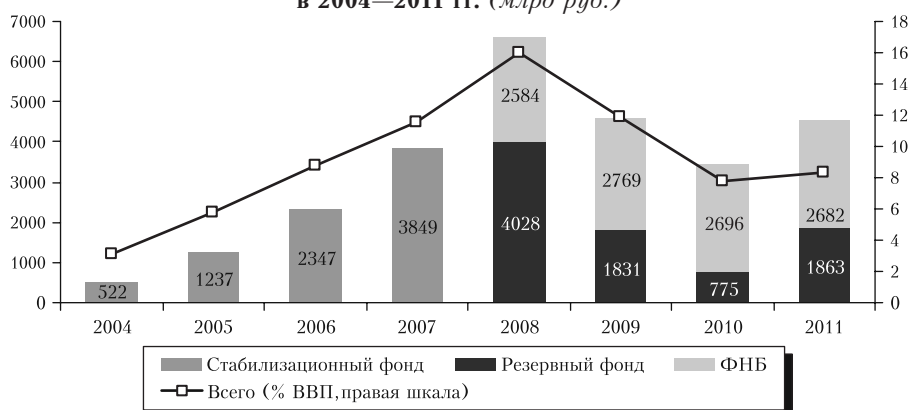
Отметим, что потери фондов были частично связаны именно с использованием их средств для поддержки экономики. Рассчитанные изначально на получение высокого инвестиционного дохода в долгосрочном периоде, портфели фондов приходилось зачастую срочно распродавать в разгар кризиса, когда стоимость активов была самой низкой, чтобы перевести средства в другие активы, необходимые для реализации программ поддержки экономики. Однако именно благодаря таким возможностям поток критики в адрес суверенных фондов (и политики сбережений в целом) резко сократился по сравнению с начальным периодом кризиса (когда наблюдалось серьезное падение стоимости активов), поскольку стала очевидной важная стабилизирующая роль фондов.

История нефтегазовых фондов в России насчитывает уже восемь лет. Созданный в 2004 г. Стабилизационный фонд был позднее преобразован в Резервный фонд и Фонд национального благосостояния (ФНБ). За этот период объем активов нефтегазовых фондов существенно менялся. До начала кризиса и падения цен на нефть наблюдался быстрый рост накоплений в фондах — на конец 2008 г. суммарный объем средств в Резервном фонде и ФНБ достиг 16% ВВП. В период кризиса средства фондов использовались для финансирования бюджетного дефицита, по итогам 2010 г. объем российских нефтегазовых фондов составлял лишь 7,8% ВВП, по итогам 2011 г. — 8,4% ВВП благодаря высокому уровню нефтегазовых доходов, часть которых была направлена на восстановление Резервного фонда (см. рис. 1).

Политика размещения средств российских нефтегазовых фондов всегда отличалась крайней консервативностью: главным было сохранить накопленные ресурсы. Резервный фонд и основная часть ФНБ инвестируются только в государственные облигации ведущих стран, небольшая часть средств ФНБ размещена на депозитах в ВЭБе — такое решение было принято во время кризиса с целью обеспечить квазифискальную поддержку финансовой системы.

⁵ Balin B. J. The Impact of the Global Economic Crisis on Sovereign Wealth Funds // Asian—Pacific Economic Literature. 2010. Vol. 24, No 1. P. 1—8.

**Динамика средств нефтегазовых фондов в России
в 2004—2011 гг. (млрд руб.)**



Источники: данные Министерства финансов РФ, Росстата.

Рис. 1

В отличие от других стран, в России инвестиционная стратегия фондов подвергалась резкой критике до кризиса, в том числе из-за негативной курсовой разницы в период укрепления рубля. Однако во время кризиса консервативная стратегия позволила, во-первых, безболезненно использовать средства Резервного фонда для поддержки бюджета, во-вторых, не только избежать существенных потерь стоимости активов, но и увеличить рублевый объем средств фондов благодаря положительной курсовой разнице в период кризисной девальвации рубля⁶.

Стабилизационный фонд

Стабилизационный фонд был образован с целью создать бюджетный резерв, призванный «страховать» бюджетную систему от возможных негативных шоков, связанных с резким падением цен на нефть (как в период кризиса 1998 г.). Для этого было решено сберегать часть доходов от нефтяного сектора в период высоких цен на нефть. На пополнение фонда направлялись доходы от экспортной пошлины на нефть и НДС на нефть, полученные сверх установленной «цены отсечения». В 2004—2005 гг. она составляла 20 долл./барр. нефти марки Urals, в 2006—2007 гг. — 27 долл./барр. Кроме того, на пополнение фонда периодически направлялись остатки средств федерального бюджета по итогам года. В таблице 2 приведена динамика поступления средств федерального бюджета в Стабфонд в 2004—2007 гг.

Таким образом, в первые три года существования Стабфонда в него направлялось более 60% получаемых нефтяных доходов. В 2007 г. сбережения оказались немного ниже, поскольку в конце года фонд был разделен на Резервный фонд и ФНБ, поэтому нефтяные доходы за декабрь в Стабфонд не поступили. Отметим, что в нем сбере-

⁶ Так, в I квартале 2009 г. (период проведения девальвации рубля) курсовая разница от переоценки средств Резервного фонда составила 292,5 млрд руб., средств ФНБ — 161,4 млрд руб. при общем объеме средств фондов 7032,9 млрд руб.

Поступление средств в Стабилизационный фонд (СФ) (млрд руб.)

	2004	2005	2006	2007
Нефтегазовые доходы федерального бюджета, всего	1035	2162	2944	2897
Поступления в СФ, регулярные (согласно правилам)	476	1352	1609	1448
Поступления в СФ, дополнительные (по итогам года)	158	44	190	154
Поступления, всего	635	1396	1799	1602
Доля сберегаемых нефтегазовых доходов, %	61,3	64,6	61,1	55,3

Источник: данные Министерства финансов РФ.

гались только доходы от нефтедобычи, но доходы от нефтепереработки и газовой отрасли в фонд не направлялись, хотя неоднократно обсуждалась возможность включить их в состав источников его пополнения.

Формально цель формирования Стабилизационного фонда была сформулирована так: «Фонд призван обеспечивать сбалансированность федерального бюджета при снижении цены на нефть ниже базовой. Фонд способствует стабильности экономического развития страны, является одним из основных инструментов связывания излишней ликвидности, уменьшает инфляционное давление, снижает зависимость национальной экономики от неблагоприятных колебаний поступлений от экспорта сырьевых товаров»⁷.

Фактически перед фондом были поставлены две основные цели:

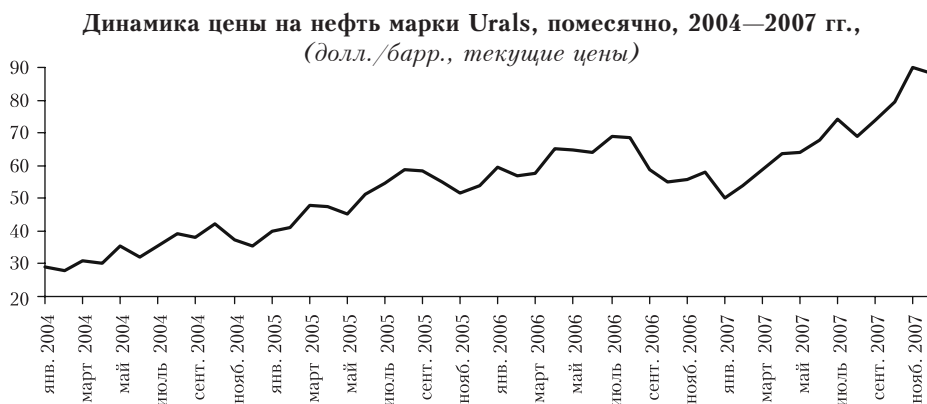
- обеспечивать бюджетную стабильность в случае падения цены на нефть;
- связывать излишнюю ликвидность (стерилизационная функция), уменьшать инфляционное давление.

Исходя из первой, стабилизационной, функции был установлен целевой объем фонда в размере 500 млрд руб. Этих средств должно было хватить, чтобы компенсировать неожиданное резкое падение цены на нефть ниже установленной базовой цены и выполнить расходные обязательства без наращивания государственного долга.

Однако период существования Стабфонда оказался одним из самых благоприятных в российской истории, цены на нефть неуклонно росли (см. рис. 2), поэтому фонд активно пополнялся. К концу 2007 г. цена барреля нефти марки Urals достигла 88 долл. по сравнению с 29 долл. в начале 2004 г., то есть выросла в номинальном выражении практически в три раза.

В отсутствие необходимости задействовать накопленный резерв для обеспечения бюджетной стабильности основным направлением использования средств стало досрочное погашение внешнего долга России в 2005–2006 гг., что фактически можно считать одной из форм сбережения нефтегазовых доходов. Расходование средств фонда было незначительным: в 2005 г. небольшую сумму перечислили в бюджет Пенсионного фонда РФ (см. табл. 3), а в 2007 г., перед преобразованием Стабфонда, было решено направить часть накопленных средств (объем фонда достиг уже 11,6% ВВП, см. рис. 1) на взносы в уставные

⁷ Бюджетный кодекс Российской Федерации. Гл. 13.1, ст. 96.1, 96.2. www.minfin.ru/ru/stabfund/about/.



Источник: данные Росстата.

Рис. 2

Т а б л и ц а 3

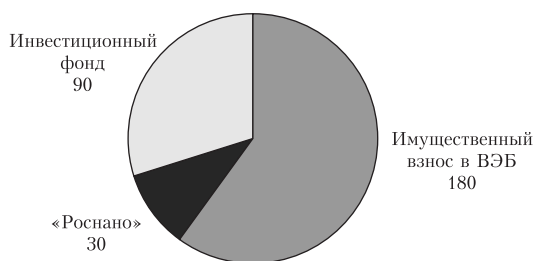
Использование средств Стабилизационного фонда (млрд руб.)

	2005	2006	2007
Использование средств фонда, всего	678	617	335
Погашение внешнего долга	647	617	35
Прямые расходы,	30		300
в том числе:			
трансферт в ПФР	30		
взносы в институты развития			300

Источник: данные Министерства финансов РФ.

капиталы создаваемых институтов развития. Основную их долю перечислили в виде имущественного взноса во Внешэкономбанк (ВЭБ), также были пополнены Инвестиционный фонд в рамках федерального бюджета и капитал ГК «Роснано» (см. рис. 3).

Взносы в институты развития за счет средств Стабфонда в 2007 г. (млрд руб.)



Источник: данные Министерства финансов РФ.

Рис. 3

Погашение внешнего долга РФ за счет средств Стабфонда производилось преимущественно в 2005 и 2006 гг. и позволило существенно сократить внешний долг страны (его отношение к ВВП снизилось с 28,4% в 2002 г. до 2,8% в 2007 г.). Объемы погашения внешнего долга за счет средств фонда в несколько раз превышали запланированные объемы погашения из общих средств бюджета (см. рис. 4).



Источник: данные Министерства финансов РФ.

Рис. 4

Наличие Стабфонда также сдерживало рост расходов федерального бюджета на фоне очень высоких цен на нефть и соответственно нефтегазовых бюджетных доходов. На рисунке 5 показаны реальные темпы роста доходов и расходов федерального бюджета, а также темпы роста экономики в реальном выражении до и в период существования Стабфонда. Отметим, что в 2004–2006 гг. темпы роста расходов отставали от темпов роста доходов бюджета, а в 2004 г. — и от темпов роста экономики. Это означает, что получаемые в результате роста цен на нефть дополнительные доходы не расходовались полностью, то есть бюджетные правила, регламентирующие их сбережение в Стабфонде, реально сдерживали наращивание расходов в благоприятный период. Исключением стал 2007 г., когда средства фонда были использованы на финансирование взносов в институты развития, которые учитывались в составе расходов бюджета.

Темпы роста экономики, доходов и расходов федерального бюджета в реальном выражении до и в период существования Стабфонда (в %)

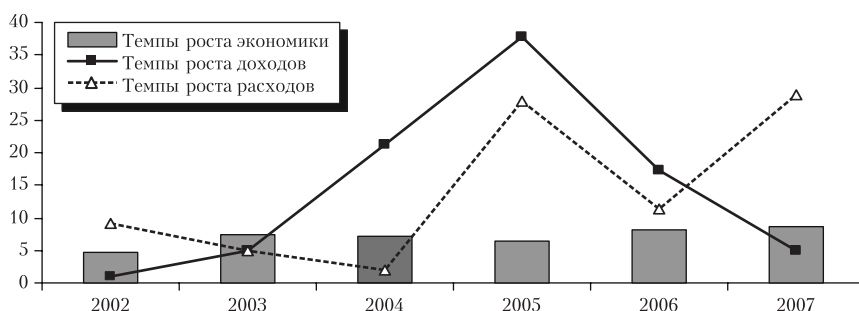


Рис. 5

Рассмотрим, насколько фактическая роль Стабилизационного фонда соответствовала поставленным перед ним задачам (см. табл. 4). Одну из них — стерилизационную — фонд выполнял на протяжении всего срока своего существования в первоначальном виде. Вторая

Цели создания Стабилизационного фонда и его реальная роль

Цель создания	Фактическая роль
Обеспечение стабильности федерального бюджета при снижении цены на нефть ниже базовой («цены отсечения»)	Бюджетная стабилизация: – снижение уровня государственного внешнего долга; – финансирование дефицита ПФР; – сдерживание наращивания расходов
Связывание излишней ликвидности, уменьшение инфляционного давления	
	Взносы в создаваемые институты развития

задача, связанная с обеспечением бюджетной стабильности, претерпела изменения в связи с отсутствием необходимости покрывать бюджетный дефицит из-за постоянного роста цен на нефть. Поэтому бюджетная стабилизация осуществлялась косвенным образом, за счет погашения государственного внешнего долга, финансирования части дефицита Пенсионного фонда и сдерживания роста бюджетных расходов. Более того, накопление средств в Стабфонде стало залогом будущего успешного функционирования Резервного фонда, в том числе во время кризиса.

Из-за быстрого накопления средств и фактически полного погашения государственного долга стали активно обсуждать возможности использовать накопленные средства на развитие экономики. В результате часть их в 2007 г. перечислили в институты развития (см. выше).

Таким образом, Стабилизационный фонд в целом выполнил поставленные перед ним задачи, хотя форма использования его средств претерпела существенные изменения.

Преобразование Стабилизационного фонда в Резервный фонд и ФНБ

С 1 января 2008 г. Стабилизационный фонд официально прекратил свое существование, был преобразован и разделен на два новых фонда — Резервный фонд и Фонд национального благосостояния. Основная цель разделения — перейти от краткосрочной стабилизации к долгосрочной, поскольку объем накопленных средств, а также ожидаемые в будущем цены на нефть⁸ и соответственно поступления в фонд существенно превышали объем средств, необходимых для выполнения стабилизационной функции в краткосрочном периоде.

Поэтому часть средств бывшего Стабфонда выделили в новый фонд — ФНБ, средства которого должны были использоваться для поддержки пенсионной системы (за счет активного инвестирования и высоких инвестиционных доходов), а не в качестве бюджетных резервов, обеспечивающих макроэкономическую стабильность. Таким образом, новый фонд должен был соответствовать второму типу фондов из приведенной выше классификации.

⁸ При создании Стабфонда «цена отсечения» 20 долл./барр. рассматривалась как долгосрочная средняя, однако к 2007 г. ожидания существенно повысились.

Преобразование Стабфонда осуществлялось в рамках перехода к так называемой *концепции ненефтегазового бюджета*, то есть раздельного планирования и использования ненефтегазовой и нефтегазовой частей бюджетных доходов. Основным элементом предложенной системы был нефтегазовый трансферт — ограничение на предельный объем нефтегазовых доходов (текущих или накопленных), которые ежегодно могут использоваться на текущие бюджетные расходы.

Сама концепция ненефтегазового бюджета основана на теории постоянного дохода (*permanent income*), предполагающей сглаживание используемого экономическим агентом объема средств в течение жизни с учетом среднего уровня дохода за весь период. Такой подход предполагает сбережение части доходов от нефти и газа в условиях благоприятной конъюнктуры и их использование в неблагоприятный период. Кроме того, он учитывает колебания в объеме добычи ресурсов и их исчерпаемость в долгосрочной перспективе.

Нефтегазовый трансферт устанавливался ежегодно в рамках принятия закона о бюджете в номинальном выражении, исходя из фиксированной доли в процентах к ВВП. На 2008—2010 гг. был предусмотрен «переходный период», в течение которого нефтегазовый трансферт должен был снизиться с 6,1% ВВП последовательно до 5,3, 4,5 и затем выйти на стабильный долгосрочный уровень 3,7% ВВП (с 2011 г.).

Все нефтегазовые доходы сверх установленной величины трансферта должны были сберегаться в нефтегазовых фондах. При этом сам спектр таких доходов федерального бюджета был расширен за счет экспортных пошлин на газ и нефтепродукты, а также НДС на газ и газовый конденсат. Если бы полученных в течение года нефтегазовых доходов оказалось недостаточно для финансирования нефтегазового трансферта, то для его обеспечения должны были использоваться накопленные средства Резервного фонда.

Была установлена также нормативная величина Резервного фонда — 10% ВВП в номинальном выражении, исходя из макроэкономического прогноза, на котором основан закон о бюджете на соответствующий год. По оценкам, такого объема бюджетных резервов должно было хватить на покрытие недобора нефтегазовых доходов по сравнению с установленной величиной нефтегазового трансферта в течение трехлетнего бюджетного цикла.

Помимо ограничения на использование поступающих нефтегазовых доходов также ограничивалась величина допустимого чистого долгового финансирования дефицита бюджета — 1% ВВП. Таким образом, была поставлена цель к 2011 г. выйти на стабильный уровень ненефтегазового дефицита в объеме не более 4,7% ВВП, который финансировался бы за счет нефтегазового трансферта (3,7% ВВП) и чистых заимствований (1% ВВП). Именно такая величина ненефтегазового дефицита, по оценкам, соответствовала теории постоянного дохода⁹.

Какие же цели преследуют два созданных фонда?

⁹ См., например: *Bogetic Z., Ulatov S., Emelyanova O., Smits K. Russian Economic Report / The World Bank. 2008. No 16. June.*

Резервный фонд

«Фонд призван обеспечивать *выполнение государством своих расходных обязательств в случае снижения поступлений нефтегазовых доходов* в федеральный бюджет. Резервный фонд способствует *стабильности экономического развития страны, уменьшая инфляционное давление и снижая зависимость национальной экономики от колебаний поступлений от экспорта невозобновляемых природных ресурсов*»¹⁰.

Таким образом, Резервный фонд стал прямым преемником Стабфонда, за исключением двух важных моментов:

— расширился список поступающих в фонд доходов федерального бюджета;

— был четко определен механизм использования средств Резервного фонда в случае ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры — он должен компенсировать недобор нефтегазовых доходов в рамках установленного нефтегазового трансферта.

Бюджетный кодекс по-прежнему разрешал использовать средства Резервного фонда на досрочное погашение государственного внешнего долга.

Фонд национального благосостояния

«Фонд призван стать *частью устойчивого механизма пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации на длительную перспективу*. Целями Фонда национального благосостояния являются *обеспечение софинансирования добровольных пенсионных накоплений граждан Российской Федерации и обеспечение сбалансированности (покрытие дефицита) бюджета Пенсионного фонда Российской Федерации*»¹¹.

ФНБ должен был походить на Норвежский нефтегазовый фонд (Government Pension Fund — Global) и служить основной цели — обеспечить долгосрочную устойчивость пенсионной системы. Для этого предполагалось активно накапливать средства в фонде при условии роста цен на нефть, активно их инвестировать и за счет получаемого инвестиционного дохода финансировать выплаты по программе софинансирования пенсионных накоплений и часть трансферта из федерального бюджета на покрытие дефицита Пенсионного фонда. Это весьма амбициозная цель, так как на момент создания ФНБ его активы составили 777 млрд руб., в то время как в 2007 г. трансферт из федерального бюджета в Пенсионный фонд (сверх перечисления ЕСН, госпенсий и ЕДВ) был равен 309 млрд, а в 2008 г. — 531 млрд руб.

Достичь поставленной цели можно было только при очень быстром накоплении средств в ФНБ и активной инвестиционной стратегии на фоне благоприятных условий на финансовых рынках. По итогам 2008 г. объем средств в фонде достиг 2584 млрд руб., то есть увеличился на 1807 млрд, однако инвестиционный доход по итогам года составил лишь 63 млрд руб. — крайне небольшая величина по сравне-

¹⁰ www1.minfin.ru/ru/reservefund/mission/.

¹¹ www1.minfin.ru/ru/nationalwealthfund/mission/.

нию с реальными потребностями пенсионной системы. В дальнейшем пополнение фонда было приостановлено из-за кризиса.

Нефтегазовые фонды в 2008 году

Созданная система двух нефтегазовых фондов фактически существовала лишь в 2008 г. В конце года стало ясно, что мировой финансовый кризис негативно воздействует и на российскую экономику, поэтому бюджетные правила были скорректированы и затем приостановлены (подробнее см. ниже).

Согласно принятой процедуре обособленного учета нефтегазовых доходов, в начале года все нефтегазовые доходы направлялись на формирование утвержденного на год нефтегазового трансферта, который был полностью профинансирован уже в июле 2008 г. Затем нефтегазовые доходы поступали в Резервный фонд до достижения нормативной величины (10% ВВП), утвержденной на год. Фактически нормативный объем Резервного фонда был достигнут также в июле за счет нефтегазовых доходов одного месяца, поскольку объем средств, направленных из бывшего Стабфонда в Резервный фонд при его создании, был близок к установленной на год нормативной величине. Далее все нефтегазовые доходы перечисляли в ФНБ. Исключение составили лишь доходы за декабрь 2008 г.: в связи с началом кризиса их решили сразу направить на финансирование нефтегазового трансферта в 2009 г.

По итогам 2008 г., несмотря на исключительно благоприятную внешнеэкономическую конъюнктуру в середине года и высокий уровень нефтегазовых доходов, на сбережение было направлено менее половины (45,8%) нефтегазовых доходов за год — существенно меньше, чем поступало в Стабфонд в предыдущие годы. В 2008 г. средства фондов не расходовались.

В то же время, согласно первоначальному закону о бюджете, лишь около 10% нефтегазовых доходов предусматривалось направить на сбережения. При этом предполагалось, что нормативный объем Резервного фонда не будет достигнут и соответственно ФНБ не пополнится, так как закон о бюджете планировали исходя из консервативного прогноза цены на нефть на уровне 53 долл./барр. (несмотря на резкое падение цен в конце года, фактическая средняя цена на нефть по итогам 2008 г. составила 94 долл./барр.).

Нефтегазовые фонды в период кризиса

2009 год. Федеральный бюджет на 2009 г. был основан на ожидаемой среднегодовой цене 95 долл./барр. нефти марки Urals. Из-за высокой степени неопределенности в конце 2008 г. пересмотр бюджетных параметров отложили, поправки были приняты лишь к концу апреля 2009 г., уже исходя из прогнозной цены на нефть 41 долл./барр.

Несмотря на решение использовать накопленные средства Резервного фонда для обеспечения бюджетной стабильности (то есть финансирования общего, а не только ненефтегазового, дефицита федерального бюджета), в 2009 г. установленные бюджетные правила,

регулирующие использование нефтегазовых доходов, формально продолжали действовать. Поэтому в течение года средства Резервного фонда использовали, согласно правилам, на формирование нефтегазового трансферта (из-за низкого уровня нефтегазовых доходов в первой половине года), а также дополнительно на поддержание сбалансированности федерального бюджета (обеспечение текущих бюджетных расходов).

Но во второй половине года цена на нефть снова начала расти, нефтегазовые доходы увеличились, и после завершения формирования нефтегазового трансферта в утвержденном на год объеме поступающие доходы, согласно существовавшим правилам, стали направлять в Резервный фонд. Оттуда их затем перечисляли обратно в федеральный бюджет для финансирования дефицита (такая ситуация наблюдалась в последнем квартале года).

Наибольший интерес представляет тот факт, что по итогам 2009 г., несмотря на кризис и падение цен, *объем текущих нефтегазовых доходов был достаточным для полного финансирования утвержденного нефтегазового трансферта*. Это означает, что, согласно исходной версии бюджетных правил, введенных с 1 января 2008 г., средства Резервного фонда не должны были использоваться в течение 2009 г., так как, согласно Бюджетному кодексу РФ, их можно направлять только на обеспечение нефтегазового трансферта в случае, когда текущие нефтегазовые доходы из-за падения цен на нефть оказываются ниже установленной величины трансферта. Падение нефтегазовых доходов до 2984 млрд руб. в 2009 г. по сравнению с утвержденной в законе о бюджете величиной 4693 млрд должно было привести лишь к снижению поступлений в Резервный фонд сверх нефтегазового трансферта (по закону — 2531 млрд руб.).

Таким образом, *использование средств Резервного фонда, в том числе поступивших в него в 2009 г., фактически компенсировало падение ненафтегазовых доходов по сравнению с законом о бюджете в результате экономического спада и косвенного влияния падения цен на нефть, а также обеспечило финансирование дополнительных расходов, принятых в рамках Программы антикризисных мер Правительства РФ*.

В таблице 5 представлены основные параметры федерального бюджета в 2009 г. по закону о бюджете и по данным о его исполнении. По сравнению с законом о бюджете расходы увеличились на 612 млрд руб., при этом ненафтегазовые доходы упали на 1881 млрд, то есть, при прочих равных условиях, сверх нефтегазового трансферта бюджету

Т а б л и ц а 5

Федеральный бюджет, 2009 г. (млрд руб.)

	Закон	Факт	Изменение
Расходы	9025	9637	612
Доходы	10 927	7337	-3590
нефтегазовые	4693	2984	-1709
ненафтегазовые	6234	4353	-1881
Нефтегазовый трансферт	2531	5496	2965
Ненафтегазовый дефицит	2791	5284	2493

Источники: расчеты по данным Министерства финансов РФ, Росстата.

были необходимы средства в объеме 2493 млрд руб. (именно на эту сумму увеличился ненефтегазовый дефицит федерального бюджета). При соблюдении бюджетных правил этот недостаток средств можно было финансировать лишь за счет чистых заимствований, которые, в свою очередь, не должны были превышать 1% ВВП (около 515 млрд руб. исходя из величины ВВП, заложенной в первоначальном варианте закона о бюджете на 2009 г.), то есть был необходим существенный секвестр расходов (вместо их увеличения).

Решение использовать средства Резервного фонда для компенсации падения ненефтегазовых доходов предотвратило резкое сокращение расходов, которое могло бы углубить кризис и экономический спад.

По итогам года дефицит федерального бюджета составил 2299 млрд руб., что оказалось даже меньше суммы изъятий из Резервного фонда. Так, чистое использование¹² средств Резервного фонда в 2009 г. было равно 2451 млрд руб., при этом чистые внутренние заимствования составили 425 млрд, чистое погашение внешнего долга — 129 млрд руб. (см. табл. 6). «Прочие» источники финансирования бюджетного дефицита включают курсовую разницу, сальдо бюджетных кредитов и ряд других статей.

Т а б л и ц а 6

Источники финансирования дефицита федерального бюджета в 2009 г. (млрд руб.)

Общий дефицит	2299
Чистое использование средств Резервного фонда	2451
Нефтегазовые доходы за декабрь 2008 г.	244
Чистые внешние заимствования	-129
Чистые внутренние заимствования	425
Прочее	-692

Источник: расчеты по данным Министерства финансов РФ.

В 2009 г. средства ФНБ не использовали для финансирования прямых фискальных мер поддержки экономики, однако решили размещать средства фонда на долгосрочных депозитах во Внешэкономбанке (в том числе в рублях). По итогам года на депозитах в ВЭБе было размещено 2,0 млрд долл. и 434,0 млрд руб., из них:

— 285,6 млрд руб. на срок до 31 декабря 2019 г. по ставке 7% годовых;

— 118,4 млрд руб. на срок до 25 декабря 2020 г. по ставке 8,5% годовых;

— 30,0 млрд руб. на срок до 25 декабря 2017 г. по ставке 8,5% годовых;

— 2,0 млрд долл. на срок до 1 июля 2011 г. по плавающей ставке, превышающей на 2,75 п. п. ставку LIBOR в долларах США.

Таким образом, в 2009 г. на депозитах в ВЭБе было размещено около 494 млрд руб. (18% средств ФНБ). Эти средства преимущественно

¹² Сумма изъятий из Резервного фонда в 2009 г. за вычетом средств, зачисленных в фонд в течение года, для предотвращения двойного счета.

но использовали для выдачи субординированных кредитов российским банкам. Всего в конце 2008 — 2009 гг. ВЭБ выдал их 16 банкам на сумму 404 млрд руб. (см. табл. 7)¹³.

Т а б л и ц а 7

Субординированные кредиты, выданные ВЭБом

Дата принятия решения Наблюдательным советом	Организация	Сумма кредита (тыс. руб.)
16.10.2008	ОАО «Банк ВТБ»	200 000 000,0
	ОАО «Россельхозбанк»	25 000 000,0
01.12.2008	ОАО «Ханты-Мансийский Банк»	1 995 032,6
	ОАО «Номос-Банк»	4 900 000,0
	ОАО «Альфа-Банк»	10 201 455,0
05.02.2009	ОАО «Газпромбанк»	15 000 000,0
27.04.2009	ЗАО АКБ «Новикомбанк»	478 719,0
	ОАО АКБ «Росевробанк»	980 000,0
	ОАО «ТрансКредитБанк»	2 930 000,0
	ОАО «Банк Санкт-Петербург»	1 466 000,0
	АКБ «Транскапиталбанк»	729 998,5
	ОАО «Первобанк»	725 000,0
	ОАО «СКБ-банк»	810 000,0
	ОАО «Банк Зенит»	2 140 000,0
	ЗАО «Банк Русский Стандарт»	4 958 783,4
27.07.2009	ОАО «Газпромбанк»	690 000,0
	ОАО «Газпромбанк»	74 264 000,0
03.08.2009	ОАО «Альфа-Банк»	230 976,75
	ОАО «Альфа-Банк»	29 180 733,75
	ОАО «Банк Москвы»	11 107 970,25
10.09.2009	АКБ «Транскапиталбанк»	256 749,35
17.12.2009	АКБ «Связь-Банк»	1 005 392,4
	АКБ «Связь-Банк»	14 971 132,0
Итого		404 021 943,0

Источник: данные ВЭБ.

2010 год. В 2010 г. средства нефтегазовых фондов использовались преимущественно на те же цели, что и в 2009 г., — финансирование бюджетного дефицита и косвенную (квазифискальную) поддержку экономики через ВЭБ. Кроме того, небольшую часть средств ФНБ направили на обеспечение взносов государства в рамках программы софинансирования добровольных пенсионных накоплений.

Всего на финансирование дефицита федерального бюджета из Резервного фонда в 2010 г. в бюджет было перечислено 970 млрд руб. Кроме того, дополнительно за счет средств фонда осуществлен трансферт в Фонд социального страхования (ФСС) на покрытие его дефицита в объеме 25 млрд руб.

Отметим, что в 2010 г. было приостановлено действие всех нормативных актов, регламентирующих использование нефтегазовых доходов. С одной стороны, это позволило упростить систему отчетности и использования нефтегазовых доходов и средств Резервного фонда (был исключен «двойной счет», существовавший в 2009 г.,

¹³ www.veb.ru/sup/support/.

когда нефтегазовые доходы сверх нефтегазового трансферта сначала зачисляли в фонд, а затем переводили из него обратно в бюджет). С другой стороны, «замораживание» бюджетных правил на три года затруднило возможное возвращение к правилам в дальнейшем, так как позволило свободно распоряжаться поступающими нефтегазовыми доходами и накопленными в фонде средствами, что сняло ограничения на рост расходов в условиях восстановления цен на нефть.

Для обеспечения софинансирования добровольных пенсионных накоплений в 2010 г. из ФНБ перечислили в Пенсионный фонд РФ 2,5 млрд руб. Кроме того, продолжили размещать часть средств ФНБ на депозитах в ВЭБе. В 2010 г. было дополнительно (по сравнению с началом года) размещено 3 млрд руб. и 4,3 млрд долл. — всего около 134 млрд руб.

Результаты работы фондов

Основным направлением использования средств нефтегазовых фондов в 2008–2010 гг. (после реформирования Стабфонда) стала поддержка (прямая и косвенная) федерального бюджета и экономики в период кризиса. Сводные данные об использовании средств Резервного фонда и ФНБ представлены в таблице 8.

Т а б л и ц а 8

**Использование средств нефтегазовых фондов
в 2009–2010 гг. (млрд руб.)**

	2009	2010
Всего	2945	1131
Прямые расходы	2451	997
трансферт в ПФР на софинансирование		2,5
финансирование нефтегазового трансферта и общего дефицита федерального бюджета	2451	970
покрытие дефицита ФСС		25
Квазифискальные меры	494	134
поддержка финансового сектора	494	134

Источник: расчеты по данным Министерства финансов РФ.

Сопоставим фактическое использование средств нефтегазовых фондов в период кризиса (2009–2010 гг.) и показатели, заложенные в законах о бюджете на соответствующие годы (см. табл. 9). Приведенные данные позволяют оценить соответствие реальной роли двух нефтегазовых фондов целям, которые были перед ними поставлены.

Резервный фонд. Его основная цель — обеспечивать стабильность федерального бюджета в условиях резкого падения цен на нефть и соответственно нефтегазовых доходов. Однако в реальности наблюдались не только снижение поступлений налогов на нефтегазовый сектор, но и спад экономики в целом, что привело к резкому падению ненефтегазовых доходов бюджета.

В результате средства Резервного фонда преимущественно использовались именно на компенсацию падения ненефтегазовых доходов феде-

**Основные параметры федерального бюджета
в 2009—2010 гг. (плановые и фактические)**

	2009			2010	
	по ФЗ	по ФЗ с поправками*	факт	по ФЗ	факт
<i>В млрд руб.</i>					
Доходы	10 927	6714	7338	6950	8304
нефтегазовые	4693	2057	2984	3195	3831
ненефтегазовые	6235	4657	4354	3755	4473
Расходы	9025	9692	9637	9887	10 116
Баланс	1902	-2978	-2299	-2937	-1812
Ненефтегазовый баланс	-2790	-5036	-5283	-6132	-5642
Использование средств Резервного фонда	-1587	2746	2451**	1860	995
Использование средств ФНБ	-658	0	0	386	3
<i>В % ВВП</i>					
Доходы	21,2	16,6	18,9	16,1	18,5
нефтегазовые	9,1	5,1	7,7	7,4	8,5
ненефтегазовые	12,1	11,5	11,2	8,7	10,0
Расходы	17,5	24,0	24,8	22,9	22,5
Баланс	3,7	-7,4	-5,9	-6,8	-4,0
Ненефтегазовый баланс	-5,4	-12,5	-13,6	-14,2	-12,6
Использование средств Резервного фонда	-3,1	6,8	6,3	4,3	2,2
Использование средств ФНБ	-1,3	0	0	0,9	0

* От апреля 2009 г., с учетом начала кризиса.

** Оценка чистого использования средств фонда.

Источники: расчеты по данным Министерства финансов РФ, Росстата.

рального бюджета, а также на финансирование его дополнительных антикризисных расходов (см. табл. 10). Нефтегазовые доходы федерального бюджета оказались выше установленной величины нефтегазового трансферта, несмотря на низкий уровень цен на нефть в 2009 г.

Цели создания и фактическая роль Резервного фонда

Цель создания	Фактическая роль
Компенсация падения <i>нефтегазовых</i> доходов ниже уровня установленного нефтегазового трансферта	Компенсация падения <i>ненефтегазовых</i> доходов в результате спада (замещение долгового финансирования и/или секвестра расходов)
Сдерживание инфляции	Сдерживание инфляции в 2008 г. Финансирование дополнительных расходов на антикризисные меры Финансирование дефицита внебюджетных фондов

Фактически Резервный фонд стали использовать как другие остатки свободных средств на счетах федерального бюджета. Тем не менее, в широком понимании, *свою стабилизационно-резервную функцию фонд выполнил, поддержав в период кризиса бюджетную и макроэкономическую стабильность России и позволив избежать болезненного сокращения расходов и/или резкого роста заимствований и государственного долга.*

Фонд национального благосостояния. Основным направлением использования средств ФНБ стали квазифискальные меры поддержки российского финансового сектора путем размещения средств фонда на долгосрочных депозитах в ВЭБе и предоставления этих средств в виде субординированных кредитов российским банкам (см. табл. 11). Кроме того, часть средств (в объеме 175 млрд руб.) использовали для поддержки фондового рынка.

Т а б л и ц а 11

Цели создания и фактическая роль ФНБ

Цель создания	Фактическая роль
Часть устойчивого механизма пенсионного обеспечения	
Софинансирование добровольных пенсионных накоплений	
	Финансирование квазифискальных мер поддержки финансового рынка (через депозиты в ВЭБе)

Отметим, что формально размещение средств фонда на долгосрочных депозитах в ВЭБе не противоречит соответствующим принципам (с точки зрения степени ликвидности активов, размещения средств на длительный срок). Однако решение о таком инвестировании средств принимали не из соображений соотношения рисков и доходности, а исключительно в силу необходимости выделить средства на поддержку банковской системы и реального сектора экономики в период кризиса, что было удобно сделать через механизм кредитования ВЭБом.

При создании ФНБ перед ним поставили цель поддержать устойчивость пенсионной системы, но эта цель не была достигнута. Кроме того, решение о том, как именно фонд должен был поддерживать дефицитную пенсионную систему в долгосрочной перспективе, так и не приняли. Не было также принято решение о том, кто должен разрабатывать инвестиционную стратегию фонда и управлять его средствами, в результате все инвестиционные решения принимали правительство и Центральный банк РФ, как и в случае использования средств Резервного фонда. Фактически неопределенность, связанная с дальнейшей ролью ФНБ, сохраняется до сих пор, что препятствует принятию инвестиционных решений относительно судьбы средств фонда, не размещенных в ВЭБе, и обуславливает скромные инвестиционные результаты.

*Инвестиционная стратегия и результаты
размещения средств Резервного фонда и ФНБ*

Средства Резервного фонда, как и его предшественника — Стабфонда, инвестируют исходя из требования максимальной ликвидности. Сбережения в Резервном фонде хранятся на счетах в Центральном банке, при этом поддерживается соотношение валют: 45% в долларах США, 45% — в евро и 10% — в фунтах стерлингов. Инвестирование средств Резервного фонда также осуществляет ЦБ, фактически по аналогии с золотовалютными резервами России. В таблице 12 приведена утвержденная нормативная структура инвестирования средств Резервного фонда.

Структура размещения средств Резервного фонда (в %)

Разрешенные финансовые активы, определенные Бюджетным кодексом РФ	Предельная доля, установленная правительством РФ	Нормативная доля, утвержденная Минфином России
Долговые обязательства иностранных государств	50–100	95
Долговые обязательства иностранных государственных агентств и центральных банков	0–30	0
Долговые обязательства международных финансовых организаций, в том числе оформленные ценными бумагами	0–15	5*
Депозиты в иностранных банках и кредитных организациях	0–30	0

* Долговые обязательства МВФ.

Источник: данные Министерства финансов РФ.

Небольшую часть средств Резервного фонда в период кризиса (с 12 ноября 2008 по 13 января 2011 г.) использовали для формирования резервной позиции Российской Федерации в МВФ (в сумме 991,9 млн СДР). Однако позднее, в середине 2011 г., соответствующие функции Минфина России были переданы ЦБ РФ, а размещенные средства Резервного фонда (46,0 млрд руб.) зачислили обратно на его счет. Таким образом, в настоящее время все средства Резервного фонда инвестированы исключительно в долговые обязательства иностранных государств (новая нормативная структура была принята 16 января 2011 г.) в соответствии с утвержденным перечнем стран¹⁴.

Несмотря на установленную цель — создать долгосрочные высокодоходные сбережения, — фактически инвестиционная стратегия ФНБ мало отличается от размещения средств Резервного фонда. Основное отличие в существующей инвестиционной стратегии ФНБ — размещение средств на рублевых и валютных депозитах в ВЭБе, что фактически выступает косвенным финансированием мер по поддержке финансового сектора.

В таблице 13 приведены предельные доли по разрешенным активам и нормативные доли, утвержденные Минфином России для размещения средств ФНБ. Отметим, что установленные правительством предельные доли формально позволяют инвестировать средства ФНБ в высокодоходные активы. Однако нормативная структура, утвержденная Минфином, предусматривает исключительно консервативное размещение средств фонда (за исключением средств, размещаемых в ВЭБе). Фактическая структура размещения средств ФНБ на 1 января 2012 г. представлена в таблице 14.

По итогам 2011 г. 24,2% активов ФНБ находилось на средних и долгосрочных депозитах в ВЭБе, при этом 17,0% средств фонда инвестировано в рублях (предельный объем размещения — 40%). Таким образом, $\frac{3}{4}$ средств фонда фактически выступают дополнительным резервом федерального бюджета (сверх средств Резервного фонда), размещенным в наиболее ликвидных активах.

¹⁴ Австрия, Бельгия, Великобритания, Германия, Дания, Канада, Люксембург, Нидерланды, США, Финляндия, Франция, Швеция.

Структура размещения средств ФНБ (в %)

Разрешенные финансовые активы, определенные Бюджетным кодексом РФ	Предельная доля, установленная правительством РФ	Нормативная доля, утвержденная Минфином России	
		в иностранной валюте	в рублях (максимум 40% всех средств)
Долговые обязательства иностранных государств	0–100	90	0
Долговые обязательства иностранных государственных агентств и центральных банков	0–30	0	0
Долговые обязательства международных финансовых организаций, в том числе оформленных ценными бумагами	0–15	0	0
Депозиты и остатки на банковских счетах в банках и кредитных организациях	0–40	0	0
Депозиты в ГК «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)»	0–40	10	100
Депозиты и остатки на банковских счетах в Центральном банке РФ	0–100	0	0
Долговые обязательства юридических лиц	0–30	0	0
Акции юридических лиц и паи (доли участия) инвестиционных фондов	0–50	0	0

Источник: данные Министерства финансов РФ.

Фактическая структура активов ФНБ по итогам 2011 г.

	Млрд руб.	%
Всего	2794	100
Рубли (ВЭБ)	474	17,0
Валюта (оценка в рублях)	2320	83,0
ВЭБ	201	8,7
счета в ЦБ (долговые обязательства разрешенных стран)	2119	91,3
Всего средств в ВЭБе	675	24,2
Средства ФНБ без учета средств в ВЭБе	2119	75,8

Источники: данные Министерства финансов РФ, Центрального банка РФ.

Высокий уровень ликвидности и минимальный уровень риска инвестиционных стратегий российских нефтегазовых фондов обуславливают низкий уровень доходности. Доходность активов Резервного фонда за весь период его существования, выраженная в корзине разрешенных иностранных валют, составляет 2,7% годовых, инвестирования средств ФНБ немного выше — 3,4% годовых — за счет относительно высоких (по сравнению с доходностью облигаций иностранных государств) процентных ставок на депозитах в ВЭБе (см. табл. 15).

Для сравнения приведем показатели доходности нефтегазового фонда Норвегии¹⁵ в целом и по отдельным видам активов. Даже до-

¹⁵ www.nbim.no/en/Investments/Return-on-the-fund/.

Т а б л и ц а 15

**Доходность размещения средств нефтегазовых фондов,
выраженная в корзине разрешенных валют (в %)**

	Резервный фонд	ФНБ
Всего, за весь период существования	2,70	3,41
Всего в 2011 г.	1,80	2,67
Средства в ЦБ	1,75	1,75
доллары США	1,00	1,00
евро	2,00	2,00
фунты стерлингов	4,40	4,40
Средства в ВЭБе		5,56
доллары США		3,33
рубли		6,50

Источник: данные Министерства финансов РФ.

ходность инвестиций в инструменты с фиксированной доходностью нередко значительно превышала результаты размещения средств российских фондов, в том числе в 2009—2010 гг.

Т а б л и ц а 16

Доходность инвестиций средств нефтегазового фонда Норвегии (в %)

Год	В целом	Акции	Облигации
1999	12,44	34,81	-0,99
2000	2,49	-5,82	8,41
2001	-2,47	-14,6	5,04
2002	-4,74	-24,39	9,90
2003	12,59	22,84	5,26
2004	8,94	13,00	6,10
2005	11,09	22,49	3,82
2006	7,92	17,04	1,93
2007	4,26	6,82	2,96
2008	-23,30	-40,71	-0,53
2009	25,62	34,27	12,49
2010	9,62	13,34	4,11
Среднее	5,37	6,59	4,88

Источник: данные Norges Bank Investment Management (NBIM).

Выводы. Будущее нефтегазовых фондов в России

Анализ роли нефтегазовых фондов в России с момента создания Стабфонда в 2004 г. позволяет сделать следующие выводы.

Фактическая роль фондов, направленных на макроэкономическую стабилизацию (Стабилизационный, затем — Резервный), в целом совпадает с поставленными при их создании задачами. Частичное несовпадение преимущественно связано с расширенным использованием механизма и средств фондов для достижения политических целей.

Так, поставленная перед Стабфондом цель — повышение бюджетной устойчивости — в целом была достигнута. В период существования фонда его средства не использовали для восполнения потерь нефтяных доходов, однако активно направляли на погашение внешнего долга России.

Средства Резервного фонда также использовали для обеспечения бюджетной устойчивости: финансировали дефицит федерального бюджета в период кризиса — в 2009 и 2010 гг. Однако и в данном случае первоначальная роль фонда была расширена. Фактически средства фонда использовали для компенсации недобора нефтегазовых доходов бюджета, а также финансирования дополнительных расходов на поддержку экономики.

Цель, поставленная перед Фондом национального благосостояния, — поддержание долгосрочной устойчивости пенсионной системы — была изначально трудно выполнимой. Ее можно было бы отчасти достигнуть лишь при быстром устойчивом росте цен на нефть и соответственно активов ФНБ. В условиях падения цен на нефть и кризиса фонд стал одним из основных источников обеспечения квазифискальных мер по поддержке финансовой системы. Таким образом, ФНБ фактически использовался для поддержания макроэкономической устойчивости и служил дополнительным резервом для федерального бюджета.

С учетом уроков последнего кризиса можно утверждать, что бюджетные резервы России действительно необходимы, так как степень зависимости российской экономики от внешнеэкономической конъюнктуры по-прежнему высокая. Более того, кризис показал, что негативное влияние падения цен на нефть не ограничивается снижением нефтегазовых доходов бюджета. Косвенные эффекты от падения цен и внешнеэкономической нестабильности обуславливают экономический спад, который, в свою очередь, вызывает падение и нефтегазовых доходов бюджета. Именно поэтому за счет средств Резервного фонда пришлось компенсировать недобор нефтегазовых доходов.

В ближайшее время необходимо вернуться к бюджетным правилам. При этом целесообразно скорректировать существовавший до кризиса подход, чтобы учитывать возможное падение нефтегазовых доходов в периоды неблагоприятной внешней конъюнктуры и создать механизм, позволяющий регламентировать использование средств фонда в подобной ситуации. Новые бюджетные правила должны учитывать полный эффект от изменения цен на нефть для доходов федерального бюджета (как нефтегазовых, так и нефтегазовых). Еще одна важная функция, которую должны выполнять новые бюджетные правила, — ограничить чрезмерное наращивание расходов в благоприятные периоды и одновременно поддерживать необходимый объем резервов на случай падения цен.

Возможны несколько путей дальнейшего развития Фонда национального благосостояния.

Объединение с Резервным фондом при возможном выделении инвестиционного портфеля. Тогда основная часть ФНБ становится дополнительным резервом для компенсации падения доходов федерального бюджета в случае негативных шоков. При этом можно выделить инвестиционный портфель фонда (как во многих странах) сверх установленной нормативной величины ликвидных резервов, который будет разрешено активнее инвестировать (в том числе и в ВЭБ).

Такой вариант представляется наиболее реалистичным по ряду причин. С одной стороны, в настоящее время степень неопределенно-

сти на мировых рынках растет, вероятность нового кризиса остается высокой. С другой стороны, расходные обязательства федерального бюджета в последние годы существенно выросли, в том числе в части публичных обязательств (из-за повышения пенсий и т. д.), а Резервный фонд заметно сократился, поэтому в кризисной ситуации средства ФНБ скорее всего будут использовать в качестве дополнительных резервов для поддержания бюджетной устойчивости. При реализации такого варианта новый фонд продолжит выполнять среднесрочную стабилизационную функцию, а в случае благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры позволит создавать долгосрочные сбережения.

Возвращение к поставленной перед фондом цели — поддержке пенсионной системы. Реализация данного варианта возможна только в случае пополнения фонда из дополнительных источников (например, средствами от приватизации государственных компаний) и четкого определения механизма использования его средств для поддержки пенсионной системы (в противном случае фонд будет быстро исчерпан и не сможет выполнять свою функцию в долгосрочной перспективе). При выборе данного варианта необходимо пересмотреть инвестиционную стратегию фонда и перейти к более активному размещению средств с целью получения высокого дохода в долгосрочной перспективе.

Использование средств фонда для финансирования инвестиционных проектов (и/или институтов развития). Такой вариант активно обсуждался до кризиса, он соответствует третьему типу суверенных фондов. В настоящее время этот вариант представляется маловероятным в силу высокой неопределенности на мировых рынках и сохранения дефицита российского бюджета¹⁶. В случае реализации данного подхода фонд не сможет стать дополнительным резервом для поддержания бюджетной стабильности, а также обеспечивать поддержку пенсионной системы. Кроме того, при прямом расходовании средств он будет быстро исчерпан.

Для использования средств фонда на инвестиции управление им необходимо передать внешнему управляющему (вывести из-под управления Центральным банком). Кроме того, нужно разработать четкие правила выделения средств из фонда, создать эффективный механизм отбора инвестиционных проектов. Рационально передать средства фонда в один из существующих институтов развития.

Отметим, что в любом случае целесообразно как можно скорее определить дальнейшую судьбу ФНБ. Сейчас отсутствуют правила и ограничения на его использование, что может привести к безответственному направлению средств фонда на текущие бюджетные нужды. Кроме того, только выбрав цель существования данного фонда, можно разработать адекватную и эффективную инвестиционную стратегию. В настоящее время неопределенность относительно цели ФНБ не позволяет, с одной стороны, приступить к неконсервативному инвестированию его активов, а с другой — рассматривать средства фонда как бюджетные резервы на случай новой волны кризиса.

¹⁶ Несмотря на профицит по итогам 2011 г., закон о бюджете на 2012–2014 гг. предполагает сохранение бюджетного дефицита даже при достаточно высоких ценах на нефть.