

УДК 330.322.14

ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ СРЕДСТВ РОССИЙСКИХ СУВЕРЕННЫХ ФОНДОВ

ВАСИН ЕВГЕНИЙ АЛЕКСАНДРОВИЧ*аспирант кафедры «Государственные и муниципальные финансы» Финансового университета, Москва, Россия***E-mail:** *vasin.evgeny.a@gmail.com*

АННОТАЦИЯ

Деятельность российских суверенных фондов находится под особым вниманием международного инвестиционного сообщества ввиду масштабности и социально-экономической значимости их инвестиций. Необходимость объективной оценки эффективности инвестирования средств суверенных фондов назрела еще с момента создания в России первого суверенного фонда. В данной статье приведены результаты анализа инвестиционных деклараций фондов, а также результаты оценки эффективности размещения средств российских суверенных фондов в рамках критерия максимизации доходности инвестиций при приемлемом уровне риска.

Анализ эффективности инвестиций Стабилизационного фонда Российской Федерации, Резервного фонда и Фонда национального благосостояния проводился автором с применением современных методик оценки инвестиций, таких как бенчмаркинг инвестиционного портфеля, VAR-анализ рисков. В процессе проводимой оценки автором были выявлены недостатки текущей организационной структуры управления средствами суверенных фондов, а также факторы, не позволяющие осуществлять эффективное приращение стоимости фондов. На основе полученных результатов автором был предложен ряд мер организационного и методического характера, реализация которого позволит повысить эффективность инвестирования средств Резервного фонда и Фонда национального благосостояния.

Ключевые слова: Стабилизационный фонд; Резервный фонд; Фонд национального благосостояния; суверенный фонд; инвестиционная декларация; оценка эффективности инвестиций; доходность суверенных фондов; бенчмарк портфеля.

THE ASSESSMENT OF THE INVESTMENT EFFICIENCY OF RUSSIAN SOVEREIGN WEALTH FUNDS

YEVGENY A. VASIN*post-graduate student of the State and Municipal Finances Chair, the Financial University, Moscow, Russia***E-mail:** *vasin.evgeny.a@gmail.com*

ABSTRACT

The activity of Russian sovereign wealth funds draws special attention of the international investment community due to the scale and social and economic significance of their investments. The need in the objective assessment of the investment efficiency of sovereign wealth funds arose as early as at the time of establishment in Russia of the first sovereign fund. This article presents the results of the analysis of investment policy statements of such funds, as well as an assessment of the investment efficiency of Russian sovereign wealth funds according to the criterion of investment returns maximization at an acceptable risk level.

The analysis of the investment efficiency of the Russian Federation Stabilization Fund, the Reserve Fund and the National Welfare Fund was carried out by the author using state-of-the-art investment evaluation methods such as the investment portfolio benchmarking, VaR analysis. The analysis revealed a number of flaws in the current organizational structure of sovereign fund management as well as factors retarding the effective fund value growth. Based on the results obtained, a set of organizational and methodological measures was proposed to increase the investment efficiency of the Reserve Fund and the National Welfare Fund

Keywords: the Stabilization Fund; the Reserve Fund; the National Welfare Fund; sovereign wealth fund; investment policy statement; investment efficiency assessment; sovereign wealth fund return; portfolio benchmark.

Основополагающим критерием эффективности инвестирования средств суверенных фондов является достижение целевого уровня доходности и риска при минимизации затрат на управление средствами. Инвестиционная декларация является в своем роде «дорожной картой» по достижению цели управления портфелем инвестиций фонда. При утверждении инвестиционной декларации необходимо четкое понимание цели создания того или иного суверенного фонда, его профиля обязательств [1, с. 46]. Так, Стабилизационный фонд Российской Федерации и Резервный фонд создавались для обеспечения сбалансированности федерального бюджета и приоритетами при их размещении должны оставаться надежность и высокая ликвидность. Цели создания фонда и его профиль обязательств определяют конкретные виды активов, горизонт инвестирования, а также стиль распределения активов в инвестиционном портфеле.

Инвестиционной декларацией Стабилизационного фонда Российской Федерации являлось Постановление Правительства Российской Федерации от 21 апреля 2006 г. № 229 «О порядке управления средствами Стабилизационного фонда Российской Федерации». В соответствии с ним средства фонда размещались в высоконадежные, высоколиквидные долговые обязательства иностранных государств со средним сроком до погашения от 3 месяцев до 3 лет и в валютной пропорции: 45% — доллары США, 45% — евро, 10% — фунты стерлингов. В целях реализации консервативной инвестиционной стратегии управления Стабилизационным фондом Российской Федерации были установлены жесткие требования к долговым обязательствам иностранных государств — акцент был сделан на снижение кредитных, рыночных рисков и рисков ликвидности. Естественным следствием указанных требований могла стать низкая доходность указанных долговых обязательств.

Состав инвестиционных активов Резервного фонда должен быть схож с разрешенными для инвестирования активами Стабилизационного фонда Российской Федерации, но, в отличие от Стабилизационного фонда Российской Федерации, при инвестировании средств

Резервного фонда Правительством Российской Федерации был сделан шаг в сторону некоторой диверсификации активов путем включения в перечень разрешенных активов долговых обязательств агентств, центральных банков и международных финансовых организаций.

Инвестиционная декларация Резервного фонда и Фонда национального благосостояния стала трехуровневой.

На первом уровне Бюджетным кодексом определяются виды активов, в которые разрешено инвестировать средства фонда, опосредованно обозначается горизонт инвестирования средств через цели и задачи фонда, а также описывается общая структура управления средствами фонда, указываются правила учета, контроля и подотчетности управляющих. Федеральными законами о федеральном бюджете на очередной финансовый год и плановые периоды определяется размер фонда, а также объем использования средств на финансирование дефицита федерального бюджета.

На втором уровне постановлениями Правительства Российской Федерации регламентируется порядок управления средствами фонда, устанавливаются предельные доли активов, в размере которых Министерству финансов Российской Федерации разрешено размещать средства фонда, а также обозначаются дополнительные требования к активам, разрешенным для инвестирования. Дополнительно постановлениями правительства определяется перечень иностранных государств, иностранных государственных агентств и центральных банков, в обязательства которых разрешается размещать средства фонда.

Третий уровень инвестиционной декларации суверенного фонда представлен приказами Министерства финансов Российской Федерации. На этом уровне правовыми актами министерства регулируется нормативная валютная структура средств фонда, устанавливаются нормативные доли разрешенных для инвестирования финансовых активов в пределах установленных Правительством РФ. Документы, формирующие инвестиционную декларацию Резервного фонда, представлены в *табл. 1*.

В соответствии с инвестиционной декларацией средства Резервного фонда размещены

Таблица 1

Инвестиционная декларация Резервного фонда*

Нормативный правовой акт (НПА)	Регламентируется
I уровень	
<ul style="list-style-type: none"> • Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 № 145-ФЗ, с учетом последних изменений; • Федеральный закон о федеральном бюджете на очередной финансовый год и плановый период; • другие федеральные законы 	Цель управления, общая структура управления, виды финансовых активов, горизонт инвестирования, порядок учета, отчетности и контроля, объем средств фонда, отдельные полномочия участников управления
II уровень	
Постановление Правительства Российской Федерации от 29.12.2007 № 955 «О порядке управления средствами Резервного фонда», с учетом последних изменений.	Порядок управления средствами фонда, предельные доли активов, требования к финансовым активам
III уровень	
<ul style="list-style-type: none"> • Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 16.01.2008 № 3 «Об утверждении нормативных долей разрешенных финансовых активов в общем объеме размещенных средств Резервного фонда и Порядка расчета фактических долей разрешенных финансовых активов в общем объеме размещенных средств Резервного фонда и их приведения в соответствие с нормативными долями», с учетом последних изменений; • Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 26.10.2010 № 507 «О долговых обязательствах иностранных государств, в которые могут размещаться средства Резервного фонда»; • Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 16.01.2008 № 4 «Об утверждении нормативной валютной структуры средств Резервного фонда, Порядка приведения фактической валютной структуры средств Резервного фонда в соответствие с нормативной валютной структурой»; • Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 17.01.2008 № 12 «Об утверждении нормативов минимального и максимального сроков до погашения долговых обязательств иностранных государств, иностранных государственных агентств и центральных банков, международных финансовых организаций, в которые могут размещаться средства Резервного фонда»; • Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 16.01.2008 № 5 «Об утверждении перечня иностранных государственных агентств, в долговые обязательства которых могут размещаться средства Резервного фонда»; • Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 17.04.2013 № 111 «О номинальном объеме приобретенных за счет средств Резервного фонда долговых обязательств одного выпуска» 	Нормативные доли разрешенных финансовых активов, нормативная валютная структура инвестиций, максимальные и минимальные сроки до погашения долговых обязательств, максимальный объем одного выпуска, конкретизируется и уточняется перечень иностранных государств и агентств

* Здесь и далее составлено автором по данным Министерства финансов Российской Федерации и правовой базы «КонсультантПлюс».
URL: <http://www.consultant.ru/>

в долговые обязательства следующих стран: Австрия, Бельгия, Великобритания, Германия, Дания, Канада, Люксембург, Нидерланды, США, Финляндия, Франция, Швеция. В начале развития экономического кризиса 2008 г. и соответственно роста риска дефолта долговых

обязательств вышеупомянутых стран Министерство финансов Российской Федерации было вынуждено исключить из перечня стран отдельные страны, вложения в которые характеризовались значительными рисками дефолта эмитента, чем, по сути, обезопасило

Предельные доли финансовых активов, разрешенных для размещения средств Резервного фонда на 1 января 2014 г.*

Разрешенные финансовые активы, определенные Бюджетным кодексом Российской Федерации	Предельные доли, установленные Правительством Российской Федерации, %	Нормативные доли, утвержденные Министерством финансов Российской Федерации, %
Долговые обязательства иностранных государств	50–100	100
Долговые обязательства иностранных государственных агентств и центральных банков	0–30	0
Долговые обязательства международных финансовых организаций, в том числе оформленные ценными бумагами	0–15	0
Депозиты в иностранных банках и кредитных организациях	0–30	0

* Источник: Министерство финансов Российской Федерации

вложения суверенных фондов от повышения кредитного риска. Были исключены следующие страны: Греция, Ирландия, Италия, Португалия, Испания и добавлены Дания, Канада, Швеция.

Для средств Резервного фонда была утверждена нормативная валютная структура в следующей пропорции: 45% — доллары США, 45% — евро, 10% — фунты стерлингов. При этом Министерству финансов Российской Федерации в рамках оперативного управления портфелем было предоставлено право допускать незначительные отклонения в структуре: +/- 5% для средств в долларах США; +/- 5% для средств в евро; +/- 2% для средств в фунтах стерлингов.

Предельные доли разрешенных финансовых активов в соответствии с инвестиционной декларацией Резервного фонда представлены в табл. 2.

Из табл. 2 видно, что средства в размере 100% размещаются в долговые обязательства иностранных государств — наиболее надежные, ликвидные и низкодоходные активы.

Инвестиционная декларация Фонда национального благосостояния по своей структуре не отличается от инвестиционной декларации Резервного фонда. Основные нормативно-правовые акты, определяющие инвестиционную декларацию Фонда национального благосостояния, представлены в табл. 3.

В отличие от Резервного фонда, Фонд национального благосостояния призван стать частью устойчивого механизма пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации на длительную перспективу, что накладывает отпечаток на характер инвестирования. Размещение средств Фонда национального благосостояния, исходя из цели инвестирования и профиля обязательств, должно характеризоваться длительным инвестиционным горизонтом, большим уровнем дохода от размещения средств и соответствующим ему уровнем риска. При этом цели управления фондом должны быть увязаны с понятными и достижимыми показателями устойчивого развития пенсионной системы. Как следствие, инвестиционной декларацией Фонда национального благосостояния предусматривается более диверсифицированный перечень видов финансовых активов, разрешенных для инвестирования средств фондов, однако конкретной и понятной увязки целей фонда с показателями устойчивости пенсионной системы до сих пор нет. Перечень стран, иностранных государственных агентств и центральных банков, в долговые обязательства которых разрешено размещать средства Фонда национального благосостояния, практически идентичен перечню стран для средств Резервного фонда. Достаточно высокие требования с точки зрения рейтингов были предъявлены к акциям юридических

Инвестиционная декларация Фонда национального благосостояния

НПА	Регламентируется
I уровень	
<ul style="list-style-type: none"> • Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 N 145-ФЗ, с учетом последних изменений; • Федеральный закон о федеральном бюджете на очередной финансовый год и плановый период; • Федеральный закон 13 октября 2008 года № 173-ФЗ «О дополнительных мерах по поддержке финансовой системы Российской Федерации»; • другие федеральные законы 	Цель управления, общая структура управления, виды финансовых активов, горизонт инвестирования, порядок учета, отчетности и контроля, объем средств фонда, отдельные полномочия участников управления
II уровень	
<ul style="list-style-type: none"> • Постановление Правительства Российской Федерации от 19 января 2008 г. № 18 «О порядке управления средствами Фонда национального благосостояния», с учетом последних изменений; • Постановление Правительства Российской Федерации от 24 августа 2010 г. № 649 «О внесении изменений в пункт 12 Требований к финансовым активам, в которые могут размещаться средства Фонда национального благосостояния» (процентные ставки по депозитам во Внешэкономбанке с 25 августа 2010 г. снижены с 8,5 до 6,25% годовых) 	Порядок управления средствами фонда, предельные доли активов, требования к финансовым активам
III уровень	
<ul style="list-style-type: none"> • Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 24.01.2008 № 26 «Об утверждении нормативных долей разрешенных финансовых активов в общем объеме размещенных средств Фонда национального благосостояния и Порядка расчета фактических долей разрешенных финансовых активов в общем объеме размещенных средств Фонда национального благосостояния и их приведения в соответствие с нормативными долями», с учетом последних изменений; • Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 24.01.2008 № 24 «Об утверждении нормативной валютной структуры средств Фонда национального благосостояния, Порядка приведения фактической валютной структуры средств Фонда национального благосостояния в соответствие с нормативной валютной структурой», с учетом последних изменений; • Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 24.01.2008 № 25 «Об утверждении нормативов минимального и максимального сроков до погашения долговых обязательств иностранных государств, иностранных государственных агентств и центральных банков, международных финансовых организаций, в которые могут размещаться средства Фонда национального благосостояния», с учетом последних изменений; • Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 24.01.2008 № 22 «Об утверждении перечня иностранных государственных агентств, в долговые обязательства которых могут размещаться средства Фонда национального благосостояния» 	Нормативные доли разрешенных финансовых активов, нормативная валютная структура инвестиций, максимальные и минимальные сроки до погашения долговых обязательств, максимальный объем одного выпуска, конкретизируется и уточняется перечень иностранных государств и агентств

лиц, паям инвестиционных фондов, что оправдано с точки зрения контроля рисков.

Валютная структура инвестиций Фонда национального благосостояния, в отличие от средств Резервного фонда, предполагала возможность инвестировать до 40% средств фонда в активы, номинированные в российских рублях, и до 60% в активы, номинированные в иностранной

валюте. Однако нормативная валютная структура инвестиций в иностранной валюте фактически осталась идентичной валютной структуре Резервного фонда. Фактическая структура инвестиционных активов Фонда национального благосостояния, утвержденная Министерством финансов Российской Федерации в рамках инвестиционной декларации, представлена в табл. 4.

**Предельные доли финансовых активов, разрешенных для размещения средств
Фонда национального благосостояния на 1 января 2014 г.***

Разрешенные финансовые активы, определенные Бюджетным кодексом Российской Федерации	Предельные доли, установленные Правительством Российской Федерации, %	Нормативные доли, утвержденные Министерством финансов Российской Федерации, %	
		в иностранной валюте	в рублях
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 государственной корпорации «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)»	0-40	10	100
Депозиты и остатки на банковских счетах в Центральном банке Российской Федерации	0-100		
Долговые обязательства юридических лиц	0-30	0	0
Акции юридических лиц и паи (доли участия) инвестиционных фондов	0-50	0	0

* Источник: Министерство финансов Российской Федерации.

Согласно структуре инвестиций Фонда национального благосостояния 90% активов, номинированных в иностранной валюте, приходится на долговые обязательства иностранных государств, оставшаяся часть размещена в депозиты Внешэкономбанка до конца 2014 г. под шестимесячную ставку ЛИБОР в долларах США¹ + (2,75–3%). Остальная часть средств фонда, номинированная в российских рублях, была размещена в депозиты Внешэкономбанка. Лимит размещения средств в депозиты Внешэкономбанка на 1 декабря 2013 г. составлял 955 млрд руб. В рамках лимита Министерством финансов Российской Федерации часть средств фонда в размере 474,02 млрд руб. была размещена под ставки от 6,25 до 7,25% годовых с максимальным сроком размещения до середины 2020 г. Таким образом, фактическая

структура инвестиций Фонда национального благосостояния, в отличие от Резервного фонда, отличается лишь наличием в составе активов фонда депозитов Внешэкономбанка. Инвестирование средств фонда в акции, паи инвестиционных фондов и в долговые обязательства корпоративных эмитентов за весь период деятельности фонда не осуществлялось. В целом стратегию инвестирования средств фонда можно признать несколько менее консервативной, чем стратегию Резервного фонда.

В инвестиционной среде появились серьезные опасения по поводу возможного изменения инвестиционной декларации Фонда национального благосостояния в результате резкого роста в конце 2013 г. политических и экономических рисков на Украине. В свете последних политических событий на Украине Правительство Российской Федерации по поручению Президента Российской Федерации оставило за собой возможность точечными

¹ Ставка LIBOR 6m (USD) на 27 ноября 2013 года составила 0,346%. По данным сайта: <http://www.global-rates.com>.

Таблица 5

Сравнение доходностей Стабилизационного фонда Российской Федерации с доходностями бенчмарки*

Индекс	Фактическая доходность, %	Доходность бенчмарки, %
USD	6,32	10,41
EUR	3,84	5,58
GBP	6,00	7,96
Итого	5,17	7,99

* Составлено автором по данным Министерства финансов Российской Федерации и информационно-аналитического агентства Bloomberg.

решениями осуществлять покупки ценных бумаг эмитентов, не соответствующих инвестиционной декларации фонда. Так, Правительство Российской Федерации вложит до 15 млрд долл. США в еврооблигации Украины², что на 1 января 2013 г. составляет 17% всех средств Фонда национального благосостояния. В декабре 2013 г. российское правительство вложило средства фонда в двухлетние еврооблигации Украины в размере 3 млрд долл. США с купоном 5% годовых в рамках первого транша.

Необходимо также отметить, что вложения в еврооблигации Украины сопряжены с высоким кредитным риском. Так, 18 декабря 2013 г. рейтинговое агентство Fitch подтвердило суверенный рейтинг Украины на уровне «В-» с прогнозом «негативный», указывая на то, что долгосрочные экономические и политические риски для Украины сохраняются. Рейтинг «В-» по шкале кредитных рейтингов агентства означает существенно недостаточный уровень кредитоспособности. Таким образом, инвестиции в еврооблигации Украины сопряжены с высоким кредитным риском, с преобладанием политических факторов в принятии инвестиционного решения.

Рассмотрим результаты инвестирования средств российских суверенных фондов за весь период их функционирования. Так как законодательством не предусмотрены целевые доходности (бенчмарк)³, которые необходимо достичь в процессе инвестирования средств фондов, то в качестве таковых предлагается использовать доходности облигационных индексов совокупного дохода, рассчитываемых информационно-аналитическим агентством Bloomberg, для государственных облигаций США, Евросоюза и Великобритании со сроками до погашения от 1 до 3 лет. Единственным отличием индексов эталонного портфеля от фактических индексов суверенных фондов будет являться срок облигаций, используемых при расчете индексов доходности. Так, минимальный срок до погашения для облигаций эталонного индекса равен одному году,

а в перечень разрешенных для инвестирования средств суверенных фондов включены облигации со сроком погашения от 3 мес. до 3 лет (для фунтов стерлингов от 3 мес. до 5 лет).

Фактическая доходность Стабилизационного фонда Российской Федерации с 1 июля 2006 г. по 1 февраля 2008 г., измеренная в корзине валют (45% — долл. США, 45% — евро и 10% — фунты стерлингов) в соответствии с инвестиционной декларацией, а также доходность бенчмарки (эталонного портфеля) представлены в табл. 5 (в % годовых).

Как видно из результатов инвестирования средств Стабилизационного фонда Российской Федерации, доходность портфеля фонда была ниже доходности бенчмарки. Данное отклонение носит в большей степени технический характер и обусловлено различием в сроках до погашения между активами входящими в индекс бенчмарки и активами портфеля суверенного фонда. В портфель фонда включены облигации сроком погашения от 3 мес. до 3 лет (для фунтов стерлингов от 3 мес. до 5 лет), а в индекс бенчмарки включены государственные облигации от 1 года до 3 лет. Фактическая доходность портфеля Стабилизационного фонда Российской Федерации еще раз подтверждает более консервативный подход в инвестировании, направленный на обеспечение высокой ликвидности. При этом фактическая доходность оказалась выше ожидаемой (2–3% годовых).

Министерство финансов Российской Федерации не публикует информацию о динамике

² Правительство разрешило вкладывать средства ФНБ в гособлигации Украины. URL: <http://lenta.ru/news/2013/12/20/fnb/> (дата обращения: 09.01.2014).

³ От англ. *benchmark* — ориентир, эталон.

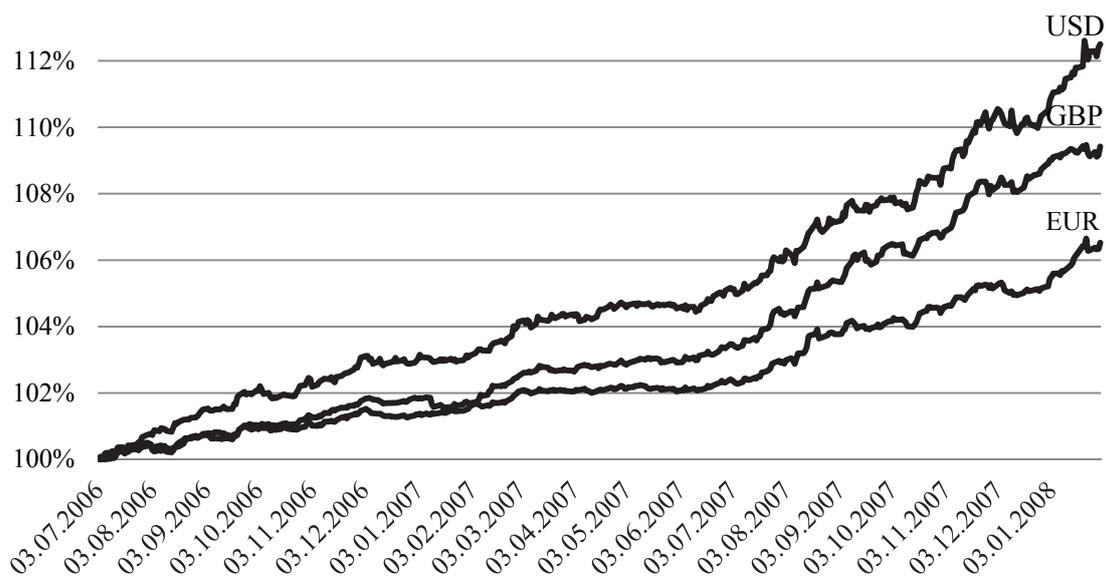


Рис. 1. Динамика индексов доходностей бенчмарки Стабилизационного фонда Российской Федерации
Здесь и далее USG1TR Index, EUG1TR Index, UKG1TR Index – тикеры в терминале Bloomberg.

Таблица 6

Основные характеристики инвестиций в бенчмарку Стабилизационного фонда Российской Федерации, %

Показатель	USD	EUR	GBP	Портфель
Однодневная доходность	0,03	0,02	0,02	0,02
Среднеквадратическое отклонение за день (волатильность)	0,11	0,06	0,07	0,07
Однодневный VAR ¹ (99%)	-0,23	-0,13	-0,15	-0,42
Средние ожидаемые потери за день (expected shortfall)	-0,52	-0,28	-0,37	-0,97

индекса фактической доходности портфеля Стабилизационного фонда Российской Федерации, Резервного фонда и Фонда национального благосостояния. Данное обстоятельство делает невозможной оценку фактического риска инвестирования средств суверенного фонда. Однако наличие открытой информации о динамике доходности бенчмарки суверенных фондов позволяет провести оценку риска инвестирования средств в эталонный портфель, но, к сожалению, не позволяет оценить работу управляющего в части принятия на себя дополнительного риска (показатели: *tracking error*, коэффициент Шарпа, Бета, коэффициент Трейнора [2, с. 82]). Динамика индексов полных доходностей активов, входящих в эталонный портфель (бенчмарку) Стабилизационного фонда РФ приведена на рис. 1.

Визуальный анализ динамики индексов доходностей бенчмарки Стабилизационного фонда Российской Федерации позволяет обнаружить отрезок времени — с июля 2007 г., характеризующийся резким ростом волатильности индексов. Данный период связан с надвигающимся финансовым кризисом. Как раз в это время начали проявляться первые признаки финансового кризиса в США. Доходность начала увеличиваться с большим темпом роста. Как результат, резкий рост волатильности был сопряжен с резким ростом рисков вложений. Параметры, позволяющие оценить эффективность вложений, в том числе риск вложений в портфель бенчмарки Стабилизационного фонда Российской Федерации, представлены в табл. 6. При стопроцентном соответствии фактического портфеля Стабилизационного фонда

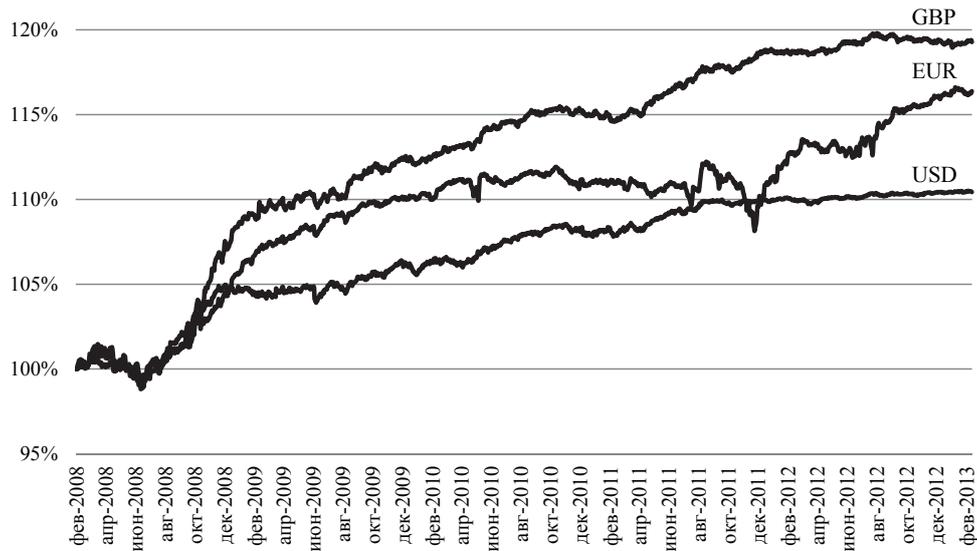


Рис. 2. Динамика индексов доходностей бенчмарки Резервного фонда и Фонда национального благосостояния

Таблица 7

Сравнение доходностей Резервного фонда и Фонда национального благосостояния с доходностями бенчмарки*

Индекс	Фактическая доходность, %	Доходность бенчмарки, %
USD	1,52	2,76
EUR	2,52	4,22
GBP	4,19	4,90
Итого	2,24	3,63

* Составлено автором по данным Министерства финансов Российской Федерации и информационно-аналитического агентства Bloomberg.

Российской Федерации эталонному портфелю, используемому в качестве бенчмарки его инвестиций, однодневная доходность инвестиций составила бы 0,02%, а волатильность 0,07%. При этом с 99-процентной вероятностью можно было бы утверждать, что однодневный убыток от инвестиций в активы, входящие в эталонный портфель фонда, не превысил бы значение равное -0,42%. При превышении данного значения средний убыток составил бы -0,97%. По табл. 6 видно, что инвестиции в индекс, состоящие из активов, номинированных в долларах США, в среднем ежедневно приносили бы больше дохода и генерировали бы больше риска, чем инвестиции в остальные валюты. Рассчитанные риск-параметры эталонного портфеля позволяют утверждать, что инвестирование средств

Стабилизационного фонда Российской Федерации осуществлялось консервативным способом, с расчетом на обеспечение максимальной ликвидности и избежание чрезмерного риска [3, с. 896].

Оценим эффективность инвестиций Резервного фонда и Фонда национального благосостояния. Портфели данных фондов, состоящие из активов, номинированных в иностранной валюте, схожи по своему составу и структуре, поэтому оценивать эффективность инвестиций удобнее совместным способом. Динамика индексов полных доходностей активов, входящих в эталонный портфель (бенчмарку) Резервного фонда и Фонда национального благосостояния, приведена на рис. 2.

Фактическая доходность портфеля Резервного фонда и Фонда национального

Сравнение эффективности инвестиций в бенчмарку Резервного фонда и Фонда национального благосостояния с эффективностью инвестиций в бенчмарку Стабилизационного фонда Российской Федерации, %

Показатель	Резервный фонд и Фонд национального благосостояния	Стабилизационный фонд Российской Федерации
Однодневная доходность	0,01	0,02
Среднеквадратическое отклонение за день (волатильность)	0,08	0,07
Однодневный VAR (99%)	-0,51	-0,42
Средние ожидаемые потери за день (<i>expected shortfall</i>)	-0,78	-0,97

благосостояния, состоящего из активов, номинированных в иностранной валюте, с 1 февраля 2008 г. по 13 февраля 2013 г., измеренная в корзине валют (45% — доллары США, 45% — евро и 10% фунты стерлингов) в соответствии с инвестиционной декларацией, а также доходность бенчмарки представлены в табл. 7 (в % годовых).

Из представленной выше информации видно, что фактическая доходность инвестиций Резервного фонда и Фонда национального благосостояния (2,24% годовых) гораздо ниже, чем фактическая доходность инвестиций Стабилизационного фонда Российской Федерации (5,17% годовых). Отклонение фактической доходности инвестиций Резервного фонда и Фонда национального благосостояния от доходности эталонного портфеля также объясняется техническими причинами, обозначенными выше.

Пологость кривых доходностей бенчмарки Резервного фонда и Фонда национального благосостояния свидетельствуют об относительной стабилизации на рынке долговых обязательств [6, с. 398]. Экономическая обстановка в мире существенно изменилась. Относительно благоприятные макроэкономические индикаторы в США переориентировали инвесторов с долговых обязательств США на активы с более высоким соотношением риск/премия, вследствие чего спрос на долговые обязательства США снизился. В то же время активные действия ЕЦБ по решению долговых проблем в странах еврозоны способствовали росту спроса на долговые обязательства этих

стран. Именно этими причинами обусловлена высокая волатильность доходности активов, номинированных в евро.

Параметры, характеризующие эффективность инвестиций в эталонный портфель Резервного фонда и Фонда национального благосостояния, а также позволяющие сравнить эффективность инвестиций Резервного фонда и Фонда национального благосостояния с эффективностью инвестиций Стабилизационного фонда Российской Федерации, представлены в табл. 8.

Данные убедительно иллюстрируют тот факт, что при условии полного соответствия инвестиций структуре эталонного портфеля инвестирование средств Резервного фонда и Фонда национального благосостояния характеризуется большими рисками, чем инвестирование средств Стабилизационного фонда Российской Федерации — однодневная волатильность доходности выросла на 0,01%, однодневный VAR вырос на 21%. Однако это не помешало выполнению задач, поставленных перед созданием фондов. Низкая доходность инвестиций в бенчмарку Резервного фонда и фонда национального благосостояния обусловлена ростом спроса на высоконадежные долговые обязательства в результате роста долговых проблем в странах еврозоны. Низкая фактическая доходность инвестиций Резервного фонда и Фонда национального благосостояния объясняется консервативностью управления и ориентацией портфеля на высокую надежность и ликвидность инвестиций.

Таблица 9

Доходность инвестиций Резервного фонда и Фонда национального благосостояния

Наименование	Ед. измерения	2008	2009	2010	2011	2012
Резервный фонд						
Доходность с момента создания	% годовых	5,40	3,53	2,89	2,66	2,28
Доходность за год, в том числе:	% годовых	5,40	1,80	1,51	1,80	0,74
доллары США	% годовых	3,90	0,98	1,40	1,01	0,33
евро	% годовых	5,94	2,44	1,23	2,00	1,09
фунты стерлингов	% годовых	9,85	2,63	3,27	4,40	1,00
Сумма дохода	млрд руб.	205,05	51,99	15,69	15,50	11,92
Курсовая разница	млрд руб.	697,03	30,83	-4,66*	-38,83*	-9,7*
Фонд национального благосостояния						
Доходность с момента создания	% годовых	5,40	4,18	3,55	3,41	n/a
Доходность за год, в том числе:	% годовых	5,40	2,69	2,55	2,67	0,74
доллары США	% годовых	3,90	0,98	1,40	1,01	0,33
евро	% годовых	5,94	2,44	1,23	1,90	1,09
фунты стерлингов	% годовых	9,85	2,63	3,27	4,40	1,00
Сумма дохода	млрд руб.	63,41	73,85	23,98	40,78	13,73
Курсовая разница	млрд руб.	314,73	-55,16	-15,93*	-100,77*	-9,85*
Депозиты ВЭБ						
Доходность депозитов ВЭБ, руб.	% годовых	7,00	7,21	7,16	6,50	6,45
Доходность депозитов ВЭБ, долл. США	% годовых	–	3,18	3,33	3,33	3,63

* Курсовая разница от переоценки остатков средств на счетах за период с 1 по 31 января года следующего за отчетным периодом.

Динамика фактической доходности инвестиций Резервного фонда и Фонда национального благосостояния представлена в табл. 9.

Размещение части средств Фонда национального благосостояния в депозиты Внешнеэкономбанка позволило добиться незначительного роста общей доходности. Несмотря на это, инвестирование средств фонда характеризуется несколько меньшей консервативностью, чем инвестиции Резервного фонда. При этом управляющие действуют без определения горизонта инвестирования средств фонда. Также нельзя оставлять без внимания тот факт, что инвестиции Фонда национального благосостояния подвержены существенным

политическим рискам — правительством могут приниматься точечные решения по размещению средств фонда в высокорискованные, спекулятивные еврооблигации Украины.

Фактическая структура управления средствами Резервного фонда и Фонда национального благосостояния представлена на рис. 3.

Министерство финансов Российской Федерации управляет средствами суверенных фондов путем приобретения иностранной валюты и размещения ее на счетах по учету средств фондов в Банке России. При этом на остатки на счетах Банк России начисляет проценты, эквивалентные доходностям индексов, сформированных из финансовых активов в соответствии



Рис. 3. Структура управления средствами Резервного фонда и Фонда национального благосостояния

с инвестиционной декларацией фондов в рамках заключенного между Федеральным казначейством и Банком России договора банковского счета.

Федеральное казначейство осуществляет бюджетный учет операций со средствами суверенных фондов. Отдельными постановлениями Правительства Российской Федерации и приказами Министерства финансов Российской Федерации регулируется порядок взаимодействия министерства с Федеральным казначейством и Банком России в процессе управления средствами суверенных фондов.

У выбранного способа управления средствами фондов есть как преимущества, так и недостатки. К преимуществам данного способа можно отнести следующее: 1) низкие издержки, связанные с приобретением иностранной валюты Банком России; 2) наличие профессионального кадрового состава для осуществления данных операций; 3) готовая и эффективно функционирующая инфраструктура

управления активами суверенных фондов на балансе Банка России в рамках управления золотовалютными резервами. Однако необходимо отметить существенный недостаток выбранного способа управления — ограниченность инвестиционной декларации Банка России, не позволяющая инвестировать средства суверенных фондов в более рискованные активы, а также отсутствие кадрового состава высокопрофессиональных специалистов, осуществляющих высокорискованные операции с акциями, корпоративными облигациями и ПИФаами. К недостаткам также можно отнести вероятные риски, которые могут возникнуть при выполнении Банком России двух взаимоисключающих функций: проведение стабильной денежно-кредитной политики и размещение средств суверенных фондов в более доходные активы, номинированные в рублях (портфель золотовалютных резервов не разделен на портфель для денежно-кредитной политики и инвестиционный портфель, инвестиционное подразделение Банка России

не отделено по принципу «китайской стены» от остальных структур).

Ни у Банка России, ни у Министерства финансов Российской Федерации нет соответствующей инфраструктуры, с помощью которой возможно было бы активно инвестировать средства суверенных фондов в корпоративные долговые обязательства, акции и иные финансовые и нефинансовые активы. К тому же при проведении операций с долевыми активами будет необходимо использование услуг *касто-диана*, а также иных организационных структур, таких как *бэк* и *мидл-офис*, которые бы осуществляли проведение бухгалтерских проводок, а также полноценный анализ и управление рисками.

Между тем при управлении средствами Резервного фонда и Фонда национального благосостояния Министерством финансов Российской Федерации осуществляется нормотворческая деятельность, а вместе с ней деятельность по оперативному управлению средствами фондов. В частности, Министерством финансов Российской Федерации принимается решение об изменении долей разрешенных финансовых активов в рамках допустимого отклонения в структуре фондов. Выполнение нормотворческой деятельности и осуществление части функций оперативного управления служат потенциальным источником конфликта интересов. На проблему конфликта интересов при управлении средствами суверенных фондов также указывал П.А. Казакевич в своей работе, посвященной организационной структуре управления суверенными фондами [4, с. 13].

Таким образом, очевидно, что за счет пассивного управления средствами Резервного фонда и Фонда национального благосостояния достигается основная цель — обеспечение сохранности и ликвидности средств фонда. Но цель, заложенная в управлении средствами Фонда национального благосостояния, с помощью выбранного метода управления и при текущем состоянии организационной структуры управления средствами суверенных фондов просто-напросто недостижима, стратегия по получению дохода выше, чем доход по эталонному портфелю (3–5% годовых), в условиях инфляции, в пределах от 6 до 10% годовых не

реализуема. Как показали результаты анализа эффективности инвестирования средств суверенных фондов, стоимость национального благосостояния не увеличивается — эффективного приращения стоимости не происходит.

Для повышения эффективности инвестирования средств российских суверенных фондов необходимо незамедлительно выполнить ряд мер, направленных на совершенствование инвестиционной стратегии и приведение организационной структуры управления в соответствие с целями и задачами суверенных фондов.

Во-первых, необходимо оградить управление российскими суверенными фондами от принятия высокорискованных, политически мотивированных решений. Принцип обязательного отказа от политически мотивированных инвестиций необходимо предусмотреть в инвестиционной декларации.

Во-вторых, необходимо определить инвестиционный горизонт размещения средств Фонда национального благосостояния. Без него управляющие не могут принимать на себя дополнительный риск и обеспечивать необходимый уровень доходности инвестиций. В качестве такового рекомендуется использовать 2020 г., так как именно эта временная точка является пиком «демографической ямы» в России⁴. Установление инвестиционного горизонта позволит определить необходимый уровень рентабельности инвестиций, размещенных не только в финансовые активы, но и в инфраструктурные проекты.

В-третьих, принятие решения о размещении средств Фонда национального благосостояния в инфраструктурные проекты должно осуществляться с применением понятных и объективных показателей оценки эффективности инвестиционных проектов, характеризующих коммерческую и общественную эффективность (социальную) [5, с. 70]. При оценке проектов развития необходимо учитывать, соответствует ли направление инвестирования средств принятой долгосрочной экономической стратегии развития страны планам по ее диверсификации и снижения сырьевой зависимости.

⁴ У России осталось всего 5 лет, чтобы выбраться из «демографической ямы». URL: <http://www.rg.ru/2013/06/20/demografia.html> (дата обращения: 09.01.2014).

В-четвертых, для повышения эффективности инвестирования средств российских суверенных фондов целесообразно усовершенствовать организационную структуру управления суверенными фондами. Расширение инвестиционной декларации Банка России до акций и корпоративных облигаций, а также приглашение высокопрофессиональных специалистов инвестиционного дела для участия в процессе размещения позволит брать Банку России на себя дополнительные риски и обеспечивать более высокий уровень доходности.

В-пятых, необходимо размещать в Интернете информацию о динамике индекса фактической доходности Резервного фонда и Фонда национального благосостояния, а также риск-параметры инвестиций фондов с начала функционирования фонда с периодом отставания, равным полугодью. Это повысит прозрачность управления средствами российских суверенных инвестиционных фондов и, как следствие, станет катализатором повышения уровня доверия инвестиционного сообщества к операциям фонда, а также степени информированности основных бенефициарных владельцев средств фондов — граждан России [6].

ЛИТЕРАТУРА

1. Стратегии управления суверенными инвестиционными фондами России и других стран с развивающимися рынками в условиях коррекции глобальных дисбалансов. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ», № 210. — М.: Московский общественный научный фонд; Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования, 2010. — 127 с.
2. Darst D. The art of Asset Allocation, second edition. New York, Mc Graw Hill, 2008. — 400 p.
3. Шарп Уильям Ф., Александер Гордон Дж., Бэйли Джеффри В. Инвестиции. — М.: ИНФРА-М, 2007. — 1028 с.
4. Казакевич П. А. Организационные аспекты деятельности суверенных фондов благосостояния // Дайджест-Финансы. — 2009. — № 3 (171).

5. Оценка крупных инфраструктурных проектов. Задачи и решения; Центр стратегических разработок (ЦСР), 2013. — 108 с. URL: http://rzd.ru/static/download?vp=1&load=y&col_id=121&id=71717 (дата обращения: 09.01.2014).
6. Васин Е. А., Куцури Г. Н. Повышение эффективности функционирования Резервного фонда и Фонда национального благосостояния: методологический аспект // Вестник Северо-Осетинского государственного университета им. К. Л. Хетагурова. Общественные науки. — 2012. — № 1. — С. 392–400.

REFERENCES

1. Strategii upravleniia suverennymi investitsionnymi fondami Rossii i drugikh stran s razvivaiushchimisia rynkami v usloviakh korrektsii global'nykh disbalansov [Strategy of management of sovereign investment funds in Russia and other emerging markets in terms of correction of global imbalances]. Series "Research Reports: Independent Economic Analysis", № 210. Moscow, 2010, 127 pages (*in Russian*).
2. Darst D. The Art of Asset Allocation, second edition. New York, Mc Graw Hill, 2008, 400 pages.
3. Sharpe W.F., Gordon A.J., Bailey J.W. Investitsii [Investment]. Moscow, 2007, 1028 pages (*in Russian*).
4. Kazakevitch P.A. Organizational aspects of sovereign wealth funds. *Daidzhest-Finansy*, 2009, no. 3 (171) (*in Russian*).
5. Evaluation of large infrastructure projects. Problems and solutions, the Center for Strategic Research (CSR), 2013, 108 pages. URL: http://rzd.ru/static/download?vp=1&load=y&col_id=121&id=71717 (date of access: 09.01.2014) (*in Russian*).
6. Vasin Ye. A., Kutsuri G.N. Improved performance of the Reserve Fund and National Wealth Fund: methodological aspect. *Vestnik Severo-Osetinskogo gosudarstvennogo universiteta im. K.L. Khetagurova*. *Obshchestvennye nauki* — Bulletin of K.L. Khetagurov North Ossetian State University. Social Sciences, 2012, no. 1, pp. 392–400.