

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕХАНИЗМА УПРАВЛЕНИЯ СРЕДСТВАМИ ФНБ (ФОНДА НАЦИОНАЛЬНОГО БЛАГОСОСТОЯНИЯ) РОССИИ

IMPROVING THE MECHANISM FOR MANAGING THE FUNDS OF THE NWF (NATIONAL WELFARE FUND) OF RUSSIA

V. Litvin
N. Filippova

Summary: The relevance of this study is due to the presence of problems in the management of the funds of the National Welfare Fund of Russia, which in practice manifests itself in the form of the impossibility of achieving the budget rules established by legislation. This does not allow us to develop the investment activity of the National Welfare Fund, which is necessary to increase the profitability of funds placed in it.

The article presents the concept and characteristics of the activities of the National Welfare Fund of Russia and the budget rule, examines the mechanism of the Fund's influence on the main macroeconomic parameters. Based on statistical data, the analysis of the dynamics of the share of the Fund's funds in the Gross Domestic Product, the dynamics of the Fund's funds and the average annual growth rate of its funds, as well as their profitability, was carried out. Based on the analysis, a forecast model of the Fund's funds until 2035 is presented, as well as problems and causes of inefficient management of the Fund's funds are identified. The key problems in this area are: the possible exhaustion of the Fund's liquid financial resources in the next three years, the impossibility of reaching the threshold values of the established budget rule for obtaining the possibility of placing additional oil and gas revenues in permitted assets. The directions of improving the Fund's funds management mechanism were proposed: increasing the share of the Fund's deposits by providing an additional subordinated deposit as part of the financing of the «Project Financing Factory» Program; creating a share capital fund; providing credit institutions with reduced risk coefficients for investments in the equity fund; using the principle of «capillary» filling of the fund, depending on the timing of project approval.

Keywords: national Welfare Fund, NWF, NWF funds management, budget rules, oil and gas revenues, sustainable development.

Литвин Валерия Викторовна

доктор экономических наук, доцент,
Финансовый университет при Правительстве
Российской Федерации, г. Москва
Val.litwin2015@yandex.ru

Филиппова Наталья Владимировна

Финансовый университет при Правительстве
Российской Федерации, г. Москва

Аннотация. Актуальность данного исследования обусловлена необходимостью поиска новых решений для повышения эффективности управления средствами Фонда национального благосостояния России, что требует обоснования новых конструкций бюджетных правил. Развитие инвестиционной деятельности Фонда на этой основе будет способствовать устойчивому росту национальной экономики, а также повышению общественного благосостояния.

В статье представлены подходы к трактовке и характеристика деятельности Фонда национального благосостояния России, а также бюджетного правила, рассмотрен механизм влияния функционирования Фонда на основные макроэкономические параметры. На основе исследования статистических данных, проведен анализ динамики доли средств Фонда в объеме ВВП и их доходности. Представлена авторская прогнозная модель динамики объема средств Фонда до 2035 года. Выявлены проблемы и причины неэффективного управления средствами Фонда: возможное исчерпание ликвидных финансовых средств Фонда в ближайшие три года, невозможность достижения пороговых значений установленного бюджетного правила для получения возможности размещения дополнительных нефтегазовых доходов в разрешенных активах. Обоснованы направления совершенствования механизма управления средствами Фонда: наращивание доли субординированных депозитов в ВЭБ.РФ для финансирования проекта «Программа «Фабрика проектного финансирования»; создание фонда акционерного капитала; предоставление кредитным организациям пониженных коэффициентов риска по вложениям в фонд акционерного капитала; использование принципа «капиллярного» наполнения фонда в зависимости от сроков утверждения проектов.

Ключевые слова: фонд национального благосостояния, ФНБ, управление средствами ФНБ, бюджетные правила, нефтегазовые доходы, устойчивое развитие.

Введение

На сегодняшний момент существенно осложнилась геополитическая обстановка во всем мире. Параллельно интенсифицировались процессы технологических изменений, цифровизации, трансформации социально-экономических отношений, что влечет за собой серьезные преобразования в финансовой сфере, результатом чего должна стать ее адаптация к внешней среде. Сравнительно новые экономические феномены

и проблемы возникают в сфере общественных финансов. Ситуация усугубляется усилением санкционной нагрузки на российскую финансовую систему со стороны так называемых западных «партнеров». В этой связи, особую актуальность приобретает разработка комплекса мер, обеспечивающих долгосрочное устойчивое развитие, как отдельных финансовых институтов Российской Федерации, так и ее финансовой системы в целом. Среди приоритетных направлений решения указанной проблемы — совершенствование деятельности Фон-

да национального благосостояния РФ (далее — ФНБ), и прежде всего, — механизма управления его финансовыми средствами.

Сущность и понятие «ФНБ» и «бюджетного правила»

Фонд национального благосостояния Российской Федерации был образован и начал функционировать с февраля 2008 г. [14]. Его основой следует считать Стабилизационный фонд (действует в России с 2004 г., далее — СФ), сформированный посредством доходов, обусловленных благоприятной внешней экономической конъюнктурой в предшествующий период [13]. Основная задача СФ заключалась в нивелировании негативных экономических последствий, связанных с устойчивым дефицитом бюджета в результате падения цен на нефтепродукты в период 2004–2008 гг.

Согласно пункту 1 статьи 96.10 Бюджетного кодекса РФ (далее — БК РФ), ФНБ представляет собой часть средств федерального бюджета, которые подлежат обособленному учету и управляются с целью софинансирования добровольных пенсионных накоплений российских граждан, а также покрытия дефицита, как федерального бюджета, так и Фонда пенсионного и социального страхования РФ [1].

При этом следует акцентировать внимание на том, что БК РФ не является исчерпывающим сводом нормативных актов, регулирующих деятельность ФНБ. Правительственные постановления, а также нормативно-правовые акты (далее — НПА), имеющие непосредственное отношение к деятельности Министерства Финансов РФ — документы, в соответствии с которыми регламентируются операции Фонда с привлеченными средствами. Среди них — Постановление Правительства РФ от 19 января 2008 года № 18 [5], Постановление Правительства РФ от 5 ноября 2013 года № 990 [6], Приказ Министерства финансов РФ от 5 мая 2022 года № 1387 [7] и другие.

Основными источниками формирования Фонда национального благосостояния являются:

- дополнительные доходы, полученные в результате реализации нефтегазовой продукции;
- финансовые средства, полученные в результате эффективного управления собственными средствами [19].

Что касается «бюджетного правила», то оно представляет собой своеобразный механизм перераспределения доходов, полученных государством в результате продажи сырьевых ресурсов на мировом рынке [20]. Цель введения бюджетного правила состояла в снижении того влияния, которое изменение стоимости энергоресурсов на внешнем рынке оказывает на состояние бюджета и,

соответственно, — экономические процессы внутри страны. Изначально предполагалось, что принцип, лежащий в основе бюджетного правила, поможет обеспечить стабилизацию доходов федерального бюджета, независимо от колебания цен на нефть.

Одним из преимуществ использования бюджетного правила является то, что определение уровня сырьевых цен находится в сфере государственных интересов, в результате чего планирование федерального бюджета реализуется наиболее эффективным способом. При условии, что стоимость нефтепродуктов, идущих на экспорт, превышает цену отсечения, полученные излишки финансовых средств позволяют государству формировать дополнительные накопления посредством ФНБ. В условиях падения мировых цен на энергоресурсы, когда объем поступлений в бюджет сокращается за счет экспорта нефти по заниженным ценам, средства ФНБ пополняют доходную часть бюджета.

Бюджетное правило было разработано и предложено сотрудниками Минфина РФ. Примененное впервые в 2004 году, впоследствии оно четыре раза подвергалось изменениям. Вариант, сложившийся и действующий после 2017 года базировался на том, что валюта покупалась для ФНБ при условии, что нефтяные цены «Urals» превышают цену отсечения (сорок долларов США за баррель нефти) [8]. Каждый год цена индексировалась на два процента, в результате чего к 2022 году стоимость выросла до сорока долларов США за баррель. В условиях, когда стоимость нефти «Urals» не достигала до показателей цены отсечения, а бюджет страдал от недополученных доходов, валюта продавалась, а не попадала в ФНБ.

К 2021 году дополнительные доходы, полученные за счет продажи нефти (цена «Urals» в указанный период была выше базового уровня), превысили три триллиона рублей, в результате руководством страны было принято решение покупать иностранную валюту (евро, британские фунты, иену). Через год указанные валюты стали «недружественными», а западные «партнеры» заморозили часть средств, накопленных за счет дополнительных нефтегазовых доходов [15].

Сложившаяся ситуация требовала совершенствования концепции БП, в итоге были внесены на рассмотрение и утверждены существенные изменения [2]. В результате БП больше не должно предусматривать цену отсечения по цене «Urals». В условиях, когда доходы от экспорта нефти превышают установленный уровень, излишние деньги используются Банком России с целью приобретения так называемых «дружественных» валют и направляются в резерв.

Таким образом, модификация бюджетных правил в новых условиях позволяет ФНБ обеспечивать относи-

тельную макроэкономическую стабильность в стране, несмотря на геополитические вызовы.

Управление средствами ФНБ в рамках бюджетных правил влияет на экономику следующим образом:

- снижается зависимость колебаний курса национальной валюты от стоимости нефтепродуктов, поскольку накопленные активы в иностранной валюте могут использоваться в дальнейшем для выравнивания спроса и предложения на валютном рынке. Данная тенденция начала проявляться с 2018 года, когда после модификации бюджетных правил зависимость российской экономики и ее бюджетного механизма от динамики внешнего сырьевого рынка несколько снизилась, курс рубля стабилизировался, а условия экономического, финансового и фискального характера стали более прозрачными и прогнозируемыми;
- нейтрализуется зависимость от цен на нефть тех традиционных секторов экономики, которые не имеют прямого отношения к добыче нефти и газа: посредством накопленных финансовых резервов ФНБ, осуществляется влияние на конкурентные преимущества предприятий приоритетных отраслей промышленности и АПК за счет фиксации цен на энергоресурсы (установления базовой цены отсечения). Кроме того, нивелируется проявление «голландской болезни» — эффекта, проявляющегося в ускоренной ревальвации национальной валюты за счет роста экспорта продукции доминирующей отрасли экономики и падении роли других отраслей в создании ВВП. Таким образом, формируется комплексная благоприятная среда для повышения конкурентоспособности большинства национальных товаропроизводителей — представителей разных отраслей;

- создаются предпосылки для роста ресурсного потенциала отечественного банковского сектора, что становится возможным благодаря тому, что ослабевает взаимосвязь между динамикой цен на нефть и сберегательными предпочтениями населения, как следствие, — повышается инвестиционная активность субъектов национальной экономики;
- растут потенциальные возможности по управлению инфляцией по многим каналам: снижение дефицита бюджета обуславливает минимизацию потребностей его финансирования (а при любом способе покрытия дефицита возникает дополнительное инфляционное давление на экономику); меняется структура сбережений субъектов экономики в прогрессивном направлении, снижаются их инфляционные ожидания, частично нейтрализуется влияние на инфляцию такого немонетарного фактора, как рост цен на энергоносители;
- формируются более стабильные налоговые условия, минимально зависящие от изменения нефтяных цен, что предопределяет относительную стабильность налоговых поступлений в бюджет и способствует его профициту;
- частично нейтрализуется влияние волатильности цен на нефть на сальдо счета текущих операций платежного баланса благодаря купле-продаже валюты на валютном рынке за счет дополнительных нефтегазовых доходов.

Механизм влияния деятельности ФНБ в рамках бюджетных правил на важнейшие макроэкономические параметры, определяющие финансовую стабильность и безопасность страны, представлен на рисунке 1.

Таким образом, деятельность ФНБ ограничивает ценовые колебания, способствует сбалансированности фе-



Рис. 1. Механизм влияния ФНБ на основные макроэкономические параметры

Источник: [17]

дерального бюджета, снижению инфляции и тем самым формирует основы долгосрочного макроэкономического равновесия. Накопление высоколиквидных активов в рамках ФНБ обеспечивает стабильность макроэкономических параметров, их предсказуемость и прозрачность. В таких условиях темпы роста экономики ускоряются, благодаря расширению частных инвестиций.

Так, например, в 2020 году цена на нефть продемонстрировала беспрецедентное падение [12], опустившись в первом полугодии на уровень, ниже пятнадцати долларов США за баррель. Несмотря на это, курс национальной денежной единицы и отечественный финансовый рынок продолжали оставаться относительно стабильными, а инфляцию удалось удержать в умеренных пределах. Несмотря на то, что бюджетные и ценовые показатели существенно не отклонились от целевых, были реализованы антикризисные меры, в стоимостном эквиваленте составляющие 4,5 % ВВП, которые в дальнейшем доказали свою эффективность. В результате деловая активность российской экономики была оперативно восстановлена ко второму полугодью 2020 года. Примечательно, что указанные меры были реализованы при отсутствии ущерба для устойчивости государственных финансов.

Анализ механизма управления средствами ФНБ

Как уже было отмечено, цель управления средствами ФНБ — достижение макроэкономической стабильности в стране путем сохранения финансовых средств Фонда и обеспечения поступлений запланированных потоков доходов, благодаря размещению ресурсов в надежных, высокодоходных активах.

В Бюджетном кодексе содержится механизм управления средствами ФНБ, предназначенными для инвестиций в разрешенные законодательством активы [1]. Так, до достижения Фондом запланированного объема средств, которые размещены на счетах ЦБ РФ и увеличены на сумму дополнительных нефтегазовых доходов бюджета, показателя 7 % ВВП, законодательством не допускается размещение средств Фонда. Исключение составляет покупка российских государственных ценных бумаг и акций российских эмитентов, которые не относятся к сфере финансирования утвержденных законодательством самокупаемых инфраструктурных проектов. До достижения Фондом запланированного объема указанных выше средств показателя 10 % ВВП, законодательством также не допускается размещение средств Фонда. Однако к указанному выше исключению добавляется покупка указанных в законодательстве паев инвестиционных фондов, и некоторых самокупаемых инфраструктурных проектов с условиями, указанными в БК РФ. Допускается размещение средств Фонда в другие финансовые активы в объемах, не приводящих к их снижению на конец финансового года до показателя менее 10 % ВВП [1].

Эффективность действующего механизма управления ФНБ можно оценить, проанализировав объем его финансовых средств за последние пятнадцать лет. Прежде всего, необходимо оценить долю средств ФНБ в ВВП России (рис. 2).

На момент объединения Резервного фонда и Фонда национального благосостояния в единую структуру в 2018 году объем финансовых средств составлял 1,9 %

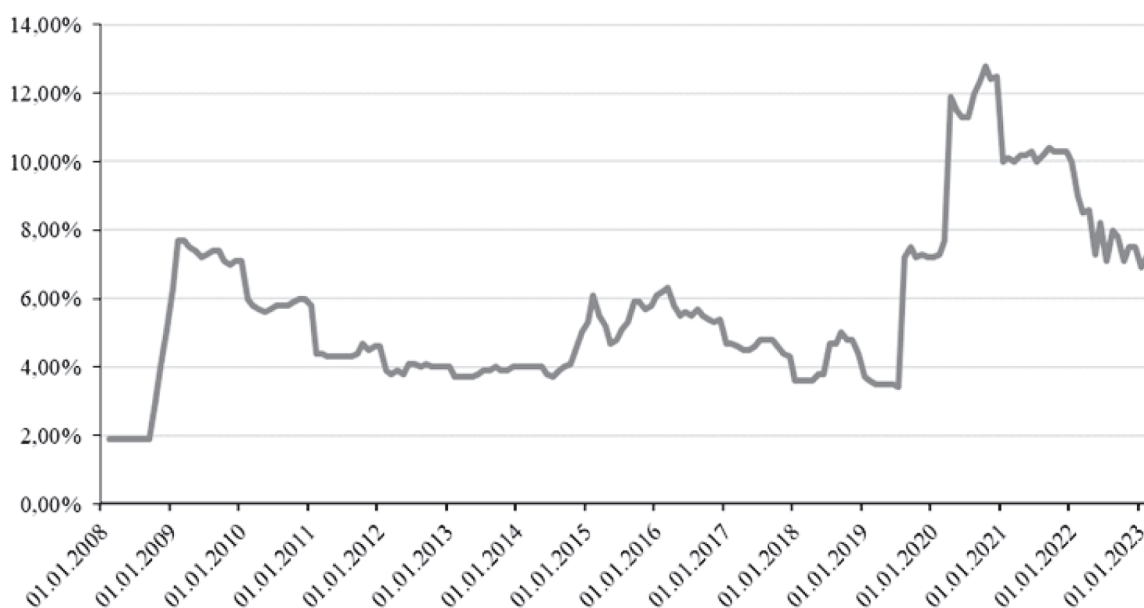


Рис. 2. Динамика доли средств ФНБ в ВВП за период 2008–2023 гг. (на начало года), %
Источник: составлено авторами по данным [11]

ВВП и вырос до 7,7 % в начале 2009 года. В течение следующих 10 лет доля средств ФНБ в ВВП имела нестабильную динамику в диапазоне 3,5 %–7,8 %.

Резкий рост анализируемого показателя произошел в 2020 году, когда доля средств ФНБ в ВВП увеличилась в апреле до 11,9 % и в октябре до 12,8 %, что было обусловлено динамикой ВВП [9] в условиях нестабильной экономической ситуации, связанной с экономическим кризисом и пандемией коронавируса. Далее наблюдается отрицательная динамика исследуемого показателя, который к началу 2023 года снизился до 6,9 %.

Объем средств ФНБ в стоимостном выражении за период с 2009 года по 2019 год характеризуется более стабильной динамикой и колеблется в диапазоне с 2584 млрд руб. до 4839 млрд руб. в рублёвом эквиваленте и 59 млрд долл. до 90 млрд долл. — в долларовом (рис. 3).

В конце 2019 года происходит резкий скачок объема средств ФНБ, когда его значение выросло с 3762 млрд руб. до 7862 млрд. руб., а затем до 12855 млрд руб. в апреле 2020 года. При этом в период 2020–2021 гг. наблюдались пиковые значения объема средств ФНБ — показатели не опускались ниже 12 трлн руб. В течение 2022 года фиксировалась отрицательная динамика исследуемого параметра, который снизился до 10434 млрд руб. к началу 2023 года.

С целью оценки эффективности управления средствами ФНБ также важно проанализировать динамику среднегодовых темпов прироста средств ФНБ (рис. 4).

Наибольший темп прироста средств ФНБ в рублевом эквиваленте имел место в 2019 году — 8,42 %, также необходимо отметить прирост в 5,63 % в 2020 году. Необходимо обратить внимание на преимущественно отрицательные значения темпа прироста средств ФНБ в долларовом эквиваленте, что обусловлено волатильностью курса данной валюты к рублю в исследуемом периоде, а также изменением курсовой разницы в результате переоценки активов, стоимость которых выражена в иностранной валюте.

В таблице 1 показана динамика фактического и прогнозного значения ликвидной части средств ФНБ в процентах к ВВП.

Таблица 1

Динамика доли ликвидной части средств ФНБ, в % к ВВП

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Факт	2,27%	5,60%	8,04%	6,23%	4,05%	—	—	—
Прогноз	2,18%	5,99%	8,48%	7,13%	8,84%	2,36%	1,26%	1,68%

Источник: составлено автором по данным [16]

Согласно фактическим показателям, доля ликвидной части средств ФНБ за исследуемый период превысила пороговое значение в 7 % только лишь в 2020 году, достигнув 8,04 % к ВВП. Аналогичная тенденция отмечается и по прогнозным показателям, где доля ликвидных средств ФНБ в 2020 году составила 8,48 % к ВВП. Вместе с тем, необходимо отметить, что прогнозное значение анализируемого показателя в 2021–2022 гг. превышает 7% (7,13% в 2021 году и 8,84 % в 2022 году), но по факту не достигло планируемого уровня (6,23 % и 4,05 %, соответственно).

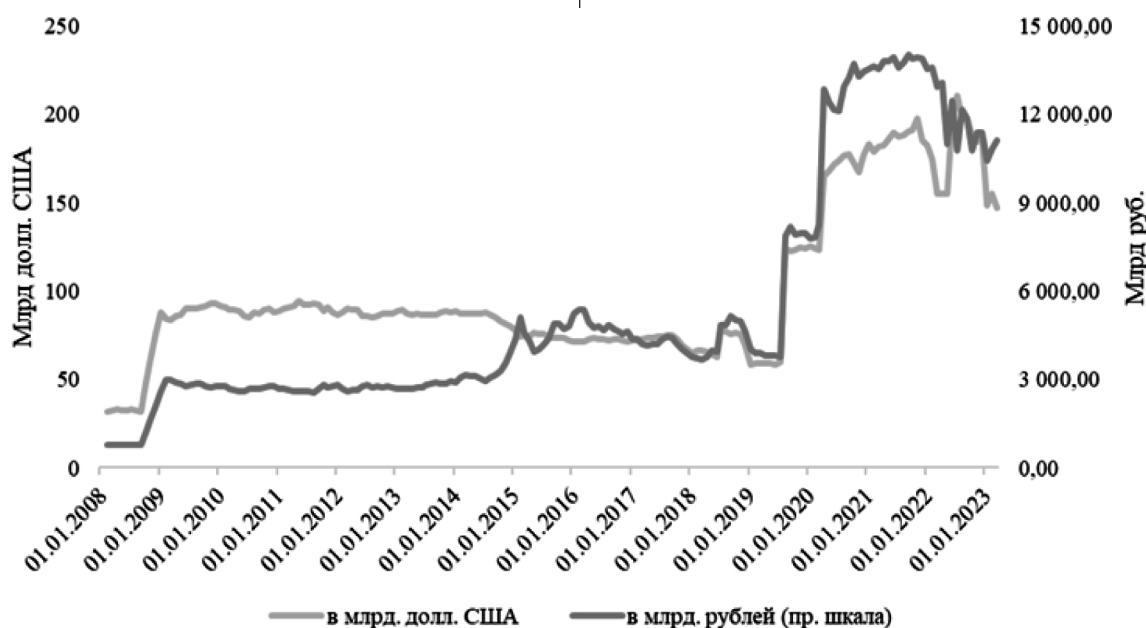


Рис. 3. Динамика средств ФНБ в 2008–2023 гг. (на начало года)

Источник: составлено авторами по данным [11]

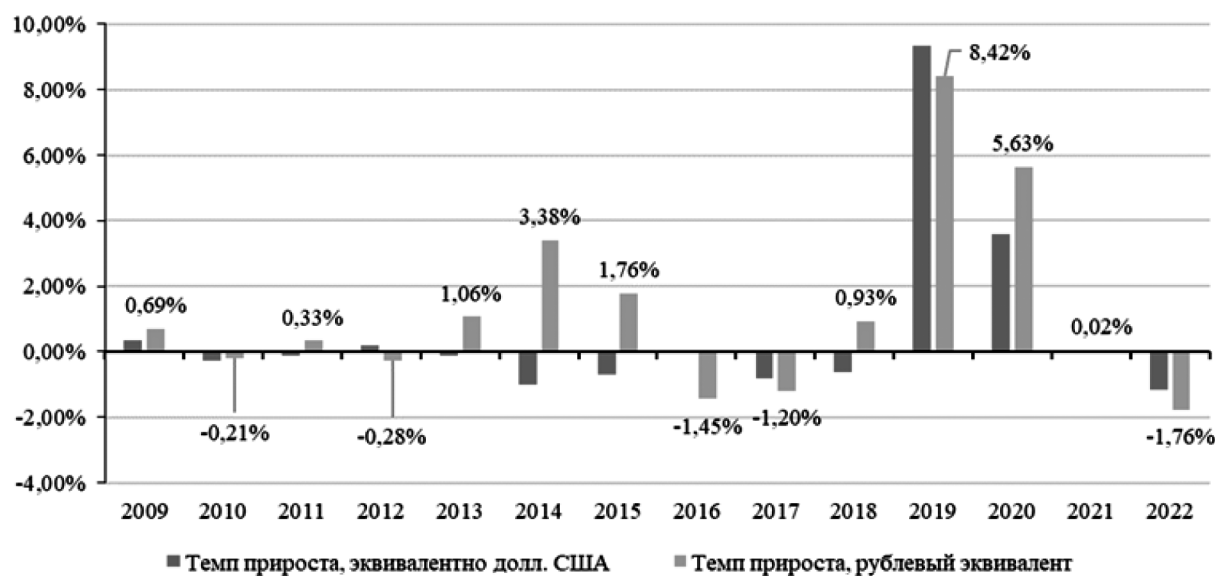


Рис. 4. Среднегодовой темп прироста средств ФНБ в 2009–2022 гг., %

Источник: составлено автором по данным [11]

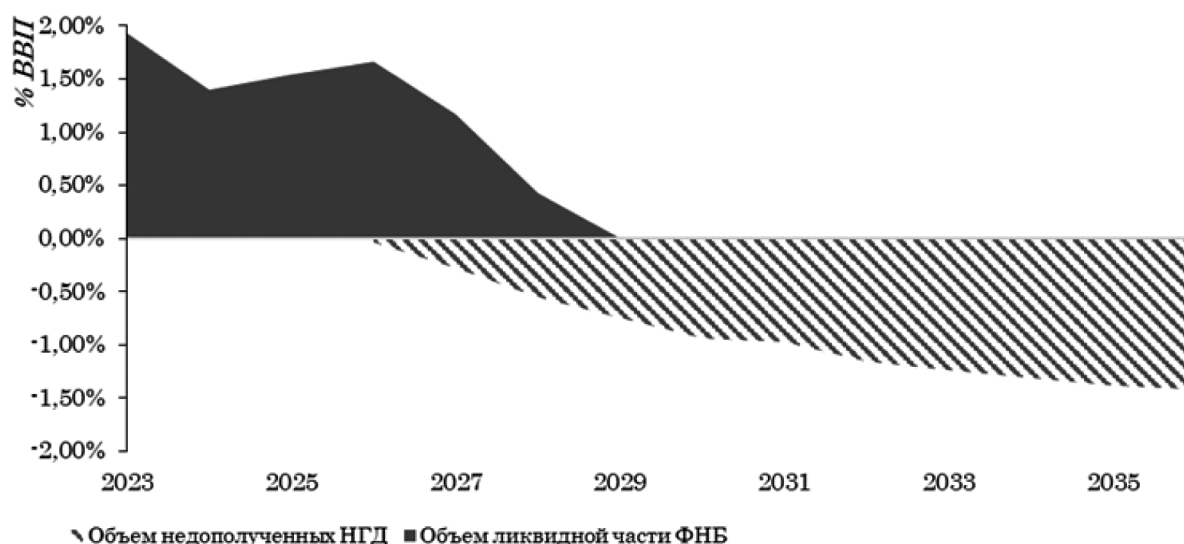


Рис. 5. Прогноз объема средств ФНБ до 2035 года

Источник: составлено авторами по данным [16]

Проведенный анализ показал, что установленные пороговые значения в 7 % и 10 % к ВВП фактически не достижимы в современных условиях, поэтому не позволяют выполнить условия БК РФ, при которых возможно инвестирование в альтернативные активы, разрешенные законодательством. Последствием данной ситуации может стать сокращение ликвидной части средств ФНБ, так как отсутствует возможность получения иных, дополнительных доходов. В подтверждение этому была построена прогнозная модель объема средств ликвидной части ФНБ до 2035 года при существующих бюджетных правилах и запланированных изменениях, представленных в актуальной версии БК РФ (рис. 5).

Построенная модель демонстрирует, что доля ликвидных средств ФНБ в текущих условиях бюджетных правил может приблизиться к нулю уже в 2029 году. При этом данный показатель будет снижаться и не превысит уровня 2 % ВВП. Прогноз доли недополученных нефтегазовых доходов с 2026 года характеризуется отрицательной динамикой, что в период «обнуления» ликвидной части средств ФНБ должно будет компенсироваться с помощью государственных заимствований. Данная ситуация повлечет за собой возникновение бюджетных рисков, которые окажут негативное влияние на устойчивость федерального бюджета в долгосрочном периоде. Вместе с тем при отсутствии финансирования новых и текущих инвестиционных проектов может про-

изойти снижение годовой доходности средств ФНБ, общий объем которых достигнет 2 % ВВП к 2036 году.

Исследование показало, что в России сформированы и действуют следующие принципы управления средствами ФНБ:

- принцип снижения уровня бюджетных рисков в результате обеспечения того объема ликвидной части средств Фонда, который требуется для покрытия выпадающих сумм доходов бюджета в период нейтрализации внешнего экономического стресса;
- принцип достижения и поддержания постоянно высокого уровня доходности средств ФНБ при условии сохранения активности бюджетных правил с целью обеспечения стабильности и прогнозируемости финансово-экономических условий.

Министерство финансов РФ применяет консервативную стратегию для управления средствами ФНБ, которая заключается в формировании его активов в виде инвестиций, имеющих высокий уровень ликвидности и низкий уровень риска. Данная стратегия позволяет обеспечивать постоянство объема средств Фонда и формировать так называемую «подушку безопасности», гарантирующую выполнение государственных обязательств, в том числе в условиях критического снижения цены на нефть (ниже базового уровня), не используя инструмент сокращения расходной части бюджета страны. Так, наибольшее значение уровня годовой доходности ФНБ в исследуемом периоде отмечено в 2020 году — 4,4 % (рис. 6).

Далее следует его снижение до 1,9 % в 2021 году и до 0,4 % в 2022 году, что обусловлено отрицательной до-

ходностью некоторых счетов Банка России в иностранной валюте.

Неэффективность существующего механизма управления средствами ФНБ подтверждается еще и тем, что на практике пороговые значения в 7 % и 10 % ВВП фактически не действуют, а устраняются путем приостановки этой нормы БК РФ отдельными Постановлениями Правительства и Президента РФ для получения возможности размещения дополнительных нефтегазовых доходов в соответствующих активах.

Проведенный анализ показал, что необходима корректировка текущего бюджетного правила и моделирование усовершенствованного механизма формирования основных бюджетных ассигнований в федеральном бюджете. Новый механизм должен соответствовать запросам отечественной экономики, в том числе, смягчать требования к необходимому объему расходов в федеральном бюджете.

Кроме того, необходимо совершенствование механизма размещения средств ФНБ в установленные законодательством активы, что даст возможность увеличения инвестиционных вложений и роста доходов от управления финансами Фонда, которые могут быть направлены в экономику страны. Это будет способствовать стабилизации ресурсной базы Фонда, а также укреплению устойчивости федерального бюджета в долгосрочной перспективе.

Совершенствование механизма управления средствами ФНБ

С целью роста инвестиционной активности требуется формирование целостного механизма управления



Рис. 6. Динамика годовой доходности и объем средств ФНБ в 2008–2022 гг.

Источник: составлено авторами на основе [21]

средствами ФНБ, который будет включать в себя следующие направления. Во-первых, это — минимизация возникающих бюджетных рисков путем обеспечения необходимой суммы резервных ликвидных активов Фонда, необходимых в условиях давления внешних стрессовых факторов. Во-вторых, усовершенствованный механизм управления средствами ФНБ должен способствовать росту доходности и увеличению объема средств в условиях текущего бюджетного правила.

С целью предотвращения исчерпания ликвидных финансовых средств ФНБ и сокращения государственного долга РФ, предлагается пересмотреть механизм действующих бюджетных правил. Актуальность данного предложения обусловлена необходимостью освобождения финансовых ресурсов Фонда от их использования в виде компенсации недополученных нефтегазовых доходов с целью переориентации в инвестиционном инвестициях.

Механизм действующих бюджетных правил предполагает, что доходы, полученные от продажи нефти и газа, каждый год индексируются на 4 %, в результате чего увеличивается разрыв между показателями базового и прогнозного уровня. Это влечет за собой появление некомпенсируемых недополученных доходов. Кроме того, увеличивается количество дополнительных заимствований, что, согласно представленному выше прогнозу, начнет происходить уже в 2026 году.

Ситуация, когда базовую цену на нефть после 2024 года возможно будет зафиксировать на уровне 50 долларов США за баррель при ежегодной индексации в 2 %, позволит сформировать дополнительный доход Фонда. Это будет способствовать высвобождению ликвидной части средств Фонда в общей сумме 8 трлн руб., а также появлению дополнительного дохода в размере 7 млрд руб. При таких условиях появится возможность инвестировать дополнительные средства Фонда, а доходы могут быть направлены на реинвестирование, что позволит нарастить объемы средств Фонда.

После того, как будут определены источники пополнения ликвидной части средств Фонда, необходимо таким образом усовершенствовать механизм управления его средствами, чтобы он позволял, прежде всего, сохранять капитал и повышать его доходность, а также гарантированно обеспечивать устойчивый рост экономики России.

Стратегия развития механизма управления средствами ФНБ должна базироваться на следующих моментах:

- обеспечение согласованности инвестиционной стратегии Фонда с целями макроэкономического характера и состоянием финансового рынка;
- обеспечение внутреннего баланса между целями стратегии и ее сроками;

- обеспечение реализации стратегии в соответствии с имеющимся ресурсным потенциалом ФНБ;
- обеспечение приемлемого уровня риска и возможностей его нивелирования;
- обеспечение реальной возможности достижения поставленных целей и задач стратегии.

Среди основных критериев, позволяющих судить об эффективности использования финансовых средств ФНБ в контексте стимулирования экономических процессов в России, необходимо отметить:

- достижение и контроль уровня ликвидности активов в инвестиционном портфеле Фонда;
- достижение максимального уровня доходности инвестиционного портфеля при условии, что риск находится на адекватном уровне;
- достижение высокой экономической и социальной эффективности инвестиционных проектов Фонда.

Предложенные направления совершенствования механизма управления средствами ФНБ ориентированы на эффективное финансирование различных инвестиционных проектов, что обусловлено их взаимосвязью с экономическим ростом. Согласно использованной в процессе исследования эконометрической модели Самуэльсона-Хикса, размер инвестиций имеет прямую пропорциональную зависимость от прироста ВВП. В рамках рассматриваемого вопроса интерес может представлять исследование Т. Ржевской, в котором автор проанализировала экономики двадцати наиболее развитых стран и пришла к следующим выводам. Так, коэффициенты динамики инвестиций и показатели темпов реального экономического роста стремятся к максимально возможному значению — единице [18]. Для развивающихся стран была выявлена закономерность: при росте объема инвестиций в 2,8 п.п. происходит увеличение ВВП на 1 п.п., тогда как при исследовании развитых стран, закономерность отсутствовала, что обусловлено различным уровнем инфляции [10].

Наибольшие объемы инвестиций требуются в масштабных инфраструктурных проектах, например, в области развития транспортной инфраструктуры, развития коммунальных сетей, проведения строительных работ жилых и нежилых помещений и др. Как отмечают экономисты, около 75 % ВВП формируется государственными предприятиями. Поэтому именно государство должно инициировать крупные инфраструктурные проекты стратегического характера, привлекая при этом частный бизнес [22].

Необходимо отметить, что подобные инвестиции, практически во всех случаях, — это вложения долгосрочного характера, что осложняет оценку их эффективности. Вместе с тем, подобные проекты, как правило,

имеют ярко выраженный социальный эффект, что проявляется в повышении качества и/или уровня жизни граждан, коммунальных или дорожных сетей и т.д. К примеру, в рамках государственного финансирования крупных инфраструктурных проектов были размещены средства в сумме 316,9 млрд руб. на период 2018–2022 гг. путем покупки облигаций компании «Автодор», доходность которых составила 0 %. В противовес этому можно привести пример вложения средств в покупку облигаций Фонда ЖКХ в объеме 37 млрд руб. в 2022 году, что принесло доход в размере 53 млн руб., следовательно, доходность таких инвестиций составила 0,37 % годовых.

В целях повышения доходности вложений средств Фонда национального благосостояния в кратко- и долгосрочной перспективе, развития инвестиционной деятельности, предлагается увеличить долю размещения его ресурсов на субординированных депозитах ВЭБ.РФ, в частности, для финансирования такого инфраструктурного проекта, как «Программа «Фабрика проектного финансирования».

В ноябре 2022 года с этой целью были размещены средства ФНБ в объеме 120 млрд руб. по ставке 7,5 % годовых по той части средств, которая была направлена на финансирование проекта, и по ставке депозитных операций ЦБ РФ — в той части средств, которые были направлены на операции по управлению ликвидностью в кредитных организациях.

Целесообразно также создание фонда акционерного капитала (в виде закрытых паевых инвестиционных фондов — ЗПИФ) при совместных усилиях ВЭБ.РФ и кредитных организаций, что позволит сформировать собственный капитал указанного выше проекта «Программа «Фабрика проектного финансирования» в объеме до 10 % от его стоимости. При этом должно быть предусмотрено обязательное условие минимальной доходности инвестиционных вложений банков в фонд акционерного капитала: около 4 % годовых (путем представления кредитным организациям «пут» опционов) и обязательное распределение прибыли и рисков среди участников. В случае создания фонда акционерного капитала в виде ЗПИФ в объеме до 200 млрд руб. для участия в фонде ВЭБ.РФ понадобится 60,5 млрд руб. Вместе с тем условия, присущие «пут» опционам, будут способствовать созданию дополнительного капитала для кредитных организаций в размере 15,1 млрд рублей.

В целях стимулирования участия кредитных организаций в формировании фонда акционерного капитала, целесообразно предложить им пониженные рискованные коэффициенты при определении обязательных нормативов в части инвестиций в указанный фонд. Рисковый коэффициент с заниженным значением предлагается по аналогии с параметром, который используется для

рублевых кредитных требований, обеспеченных гарантиями ВЭБ.РФ. Среди дополнительных условий, необходимых для формирования фонда акционерного капитала, можно выделить следующие:

1. Условие безотзывного характера обязательств ВЭБ.РФ в части выкупа акций (по опциону «пут»), в том числе, автоматического исполнения обязательств по истечении 8 лет. Следовательно, данные обязательства нельзя предотвратить, исключения составляют случаи, зафиксированные в нормативно-правовых актах.
2. Условие автоматического исполнения опциона «пут», которое превращается в безусловное обязательство ВЭБ.РФ в случае, если реализованная доходность паев по окончании срока функционирования фонда или при досрочном погашении будет находиться на уровне, менее 4 % годовых.
3. Условие исчисления реализованной доходности паев путем распределения средств среди пайщиков, не учитывая переоценку инвестиций фонда акционерного капитала.
4. Условие создания и ежедневного контроля лимита инвестиций банка в фонд акционерного капитала в размере 5 % от суммы его совокупного регуляторного капитала.

Также необходимо акцентировать внимание на рисках, которые могут возникнуть в результате реализации предложенных мероприятий. Риск связан с применением механизма безвозмездных опционов «пут», которые по своей сути предполагают необходимость обеспечения возвратности инвестиций кредитных организаций в фонд акционерного капитала. Тем не менее, существует вероятность того, что кредитная организация в одностороннем порядке может не только получить доходы по опционам, но также вернуть полную стоимость при реализации паев фонда ВЭБ.РФ. Это делает практически непредсказуемым финансовое состояние ВЭБ.РФ, увеличивает нагрузку на его капитал и снижает уровень мотивации кредитной организации к тому, чтобы качественно отбирать инвестиционные проекты и осуществлять мониторинг их эффективности. Для решения данной проблемы предлагается использовать принцип «капиллярного» наполнения фонда акционерного капитала, в зависимости от сроков утверждения различных проектов Программы «Фабрика проектного финансирования». Это позволит нивелировать риски, связанные с единовременным влиянием на финансовую устойчивость ВЭБ.РФ при его участии в фонде акционерного капитала.

Заключение

Министерство финансов РФ применяет консервативную стратегию для управления средствами ФНБ, которая состоит в формировании его активов в виде инвестиций с высоким уровнем ликвидности и низким

уровнем риска. Основными источниками формирования Фонда национального благосостояния являются дополнительные доходы, полученные в результате реализации нефтегазовой продукции, а также финансовые средства, полученные в результате эффективного управления собственными средствами. Деятельность ФНБ ограничивает ценовые колебания, способствует сбалансированности федерального бюджета, снижению инфляции и, тем самым, формирует основы долгосрочного макроэкономического равновесия. Проведенный анализ показал, что установленные пороговые значения в 7–10 % ВВП фактически не достижимы в современных условиях, поэтому не позволяют выполнить условия БК РФ, при которых возможно инвестирование в альтернативные активы, разрешенные законодательством. Относительно низкая эффективность существующего механизма управления средствами ФНБ подтверждается еще и тем, что на практике пороговые значения фактически не действуют, а устраняются путем приостановки этой нормы БК РФ отдельными нормативными актами. Для

совершенствования механизма управления средствами ФНБ предложены следующие меры: наращивание доли размещения средств ФНБ на субординированном депозите ВЭБ.РФ, посредством которого будет финансироваться проект «Программа «Фабрика проектного финансирования»; создание фонда акционерного капитала (в рамках деятельности ВЭБ.РФ и прочих кредитных организаций), что позволит сформировать собственный капитал проекта «Программа «Фабрика проектного финансирования» в объеме до 10 % от стоимости проектов; предоставление кредитным организациям пониженных коэффициентов риска по вложениям в фонд акционерного капитала при расчете обязательных нормативов; использование принципа «капиллярного» наполнения фонда акционерного капитала, в зависимости от сроков утверждения различных проектов Программы «Фабрика проектного финансирования», что позволит нивелировать риски, связанные с единовременным влиянием на финансовую устойчивость ВЭБ.РФ при его участии в фонде акционерного капитала.

ЛИТЕРАТУРА

1. Бюджетный кодекс РФ от 31.07.1998 № 145-ФЗ (ред. от 21.05.2023) // Консультант плюс. — URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19702/ (дата обращения: 02.06.2023).
2. Федеральный закон от 21.11.2022 № 448-ФЗ «О внесении изменений в Бюджетный кодекс РФ и отдельные законодательные акты РФ, приостановлении действия отдельных положений Бюджетного кодекса РФ, признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов РФ и об установлении особенностей исполнения бюджетов бюджетной системы РФ в 2023 году» // Правовой портал. — URL: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202211210026?rangeSize=1&index=1> (дата обращения: 02.06.2023).
3. Федеральный закон от 29 ноября 2021 г. № 384-ФЗ «О внесении изменений в Бюджетный кодекс РФ отдельные законодательные акты РФ и установлении особенностей исполнения бюджетов бюджетной системы РФ в 2022 году» // СПС Гарант. — URL: <https://base.garant.ru/403125007/> (дата обращения: 02.06.2023).
4. Федеральный закон от 9 марта 2022 г. № 53-ФЗ «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации и установлении особенностей исполнения бюджетов бюджетной системы Российской Федерации в 2022 году» // СПС Гарант. — URL: <https://base.garant.ru/403623772/> (дата обращения: 02.06.2023).
5. Постановление Правительства РФ от 19 января 2008 г. № 18 «О порядке управления средствами Фонда национального благосостояния» // СПС Гарант. — URL: <https://base.garant.ru/12158458/> (дата обращения: 02.06.2023).
6. Постановление Правительства РФ от 5 ноября 2013 г. № 990 «О порядке размещения средств Фонда национального благосостояния в ценные бумаги российских эмитентов, связанные с реализацией самокупаемых инфраструктурных проектов» // СПС Гарант. — URL: <https://base.garant.ru/70495140/> (дата обращения: 02.06.2023).
7. Приказ Минфина России от 29 декабря 2017 г. № 1387 «О Порядке проведения расчетов и перечисления средств в связи с формированием и использованием дополнительных нефтегазовых доходов федерального бюджета и средств Фонда национального благосостояния» // СПС Гарант. — URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/71786212/> (дата обращения: 02.06.2023).
8. Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2019 год и на плановый период 2020 и 2021 годов» (утв. Минфином России) // Консультант плюс. — URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_308390/949a365d7fdb52466bc159d64a6bf093f808539/ (дата обращения: 02.06.2023).
9. ВВП России // Ttadviser. — URL: https://www.tadviser.ru/index.php/Статья:ВВП_России (дата обращения: 02.06.2023).
10. Власов, С.А. Эффективность государственных инвестиций и выводы для денежно-кредитной политики России / С.А. Власов, А.А. Сняжков // Вопросы экономики. — 2020. — № 9. — С. 22–39.
11. Движение средств и остатки на отдельных счетах по учету средств фонда. // Министерство финансов РФ. — URL: <https://minfin.gov.ru/ru/performance/nationalwealthfund/statistics/balances> (дата обращения: 02.06.2023).
12. Дзюба, Ю.А., Колюжнов Д.В. Оценка степени влияния резкого спада цен на нефть и санкций на динамику ключевых макроэкономических показателей России // Интерэкспо Гео-Сибирь. — 2021. — Т. 2. — № 4. — С. 228–236.
13. Кислова, Е.Г. Роль Фонда национального благосостояния в современной экономике России // Вестник экспертного совета. — 2020. — № 2–3 (21–22). — С. 55–60.

14. Миронова, В.М., Рябущенко О.А. Формирование и управление средствами ФНБ // Финансовые аспекты структурных преобразований экономики. — 2022. — № 8. — С. 46–50.
15. Новое бюджетное правило: как оно работает и что значит для юаня и доллара // РБК. — URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/63be8a839a79478a60e73436> (дата обращения: 02.06.2023).
16. Объекты законодательства // Система обеспечения законодательной деятельности — URL: https://sozd.duma.gov.ru/oz#data_source_tab_b (дата обращения: 05.06.2023).
17. Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2022 год и на плановый период 2023 и 2024 годов // Министерство финансов РФ. — URL: <https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2021/09/main/2022-2024.pdf> (дата обращения: 06.06.2023).
18. Ржевская, Т. Стабилизационные фонды зарубежных стран / Т. Ржевская // Вестник Института экономики РАН. — 2011. — № 2. — С. 172–179.
19. Спицина, Д.В. Особенности инвестирования ФНБ на современном этапе развития мировой экономики // Проблемы экономики и юридической практики. — 2022. — Т. 18. — № 3. — С. 104–113.
20. Фахретденова, Э.В. Бюджетное правило в России: дискуссия продолжается // В сборнике: Актуальные вопросы современной науки и образования: сборник статей II Международной научно-практической конференции, 2019. — С. 189–197.
21. Фонд национального благосостояния // Министерство финансов РФ России. — URL: <https://minfin.gov.ru/ru/performance/nationalwealthfund/?ysclid=lfilm8v3e492807520> (дата обращения: 02.06.2023).
22. Шарп, У.Ф. Инвестиции / У.Ф. Шарп, Г.Дж. Александер, Дж.В. Бэйли. — М.: ИНФРА-М, 2015. — 1028 с.

© Литвин Валерия Викторовна (Val.litwin2015@yandex.ru); Филиппова Наталья Владимировна.

Журнал «Современная наука: актуальные проблемы теории и практики»