Бароновская, Маргарита Геннадьевна. Инвестирование средств фондов национального благосостояния в ценные бумаги : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Бароновская Маргарита Геннадьевна; [Место защиты: Рос. эконом. акад. им. Г.В. Плеханова].- Москва, 2011.- 149 с.: ил. РГБ ОД, 61 11-8/1937

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава 1. Фонды национального благосостояния как государственный денежный ресурс 10**

1.1. Понятие фондов национального благосостояния, их место в системе государственных денежных фондов 10

1.2. Цели создания и функции фондов национального благосостояния 16

1.3. Страновые особенности формирования ФНБ 26

**Глава 2. Основные направления использования финансовых ресурсов фондов национального благосостояния 43**

2.1. Фонды национального благосостояния на мировом финансовом рынке 43

2.2. Эволюция инвестиционной политики фондов национального благосостояния 56

2.3. Особенности использования средств фондов национального благосостояния в посткризисный период 68

**Глава 3. Современная практика управления инвестиционными портфелями суверенных фондов благосостояния 74**

3.1. Общие принципы и специфические особенности формирования инвестиционных портфелей ФНБ 74

3.2. Практика инвестирования из суверенных фондов государств и континентов 92

3.3. Моделирование инвестиционной стратегии ФНБ на мировом финансовом рынке 106

Заключение 116

Список литературы 125

Приложения 136

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Глобальные кризисные явления последних лет сформировали на мировом финансовом рынке (МФР) комплекс факторов, способствовавших появлению новой группы институциональных инвесторов - фондов национального благосостояния (ФНБ)1. За пять лет эти фонды, наряду с пенсионными, хеджевыми и страховыми компаниями, стали основными инвесторами на МФР. В 2009 г. они располагали инвестиционным потенциалом в 3 трлн. долларов, а по оценкам Института суверенных фондов МВФ к 2015 г. их совокупный объем достигнет 12—15 трлн. долларов США. Рїнвестиции из ФНБ на мировом финансовом рынке в силу своей масштабности стали оказывать существенное влияние на все показатели функционирования МФР, что предопределило необходимость разработки новых подходов к определению сущности, функций, места и роли суверенных фондов благосостояния на мировом і финансовом рынке.

Суверенные фонды как участники мирового финансового рынка могут стать главной движущей силой международных инвестиций, осуществляемых под контролем государств или центральных банков, финансируемых за счет золотовалютных резервов, государственных бюджетов или экспортных доходов. С одной стороны, именно инвестиции из ФНБ позволили ряду стран, в том числе и России, провести комплекс антикризисных мер, добавив крупномасштабные объемы ликвидности на рынок. С другой стороны, инвестиции из ФНБ создали целый комплекс системных, политических, экономических и страновых рисков. Это предопределяет объективную необходимость и актуальность научного исследования эволюции и современных тенденций в инвестиционных стратегиях ФНБ на мировом финансовом рынке. Такое научное исследование затрагивает цели и направления инвестирования, вопросы формирования инвестиционного портфеля фондов и управления им, политики доходности инвестиций, 1 В международной терминологии, закрепленной МВФ, - Sovereign Wealth Funds (SWF). степени их рисковости.

Отечественная практика инвестирования из суверенных фондов должна строиться на наиболее эффективных инвестиционных стратегиях и методах регулирования инвестиционной политики. Эффективная инвестиционная деятельность российских суверенных фондов благосостояния позволит создать встроенный финансово-инвестиционный механизм влияния на процесс модернизации российской экономики и ее инновационное развитие.

Актуальность темы исследования обусловлена необходимостью: исследования инвестиционной деятельности суверенных фондов благосостояния на мировом финансовом рынке с целью выявления современных тенденций в инвестиционных стратегиях; выявления эффективных стратегий управления инвестиционными портфелями ФНБ; моделирования инвестиционных стратегий суверенных фондов на мировом финансовом рынке; выявления основных направлений реструктурирования размещения суверенных финансовых ресурсов на МФР; разработки рекомендаций по совершенствованию инвестиционных стратегий ФНБ с использованием опыта наиболее успешных суверенных фондов.

Степень научной разработанности проблем формирования, эволюции и инвестиционной стратегии ФНБ как крупнейших институциональных участников мирового финансового рынка определяется высокой практической востребованностью этих исследований. Однако в настоящее время наблюдается существенное отставание отечественной науки от зарубежной в теоретическом и методологическом исследовании роли суверенных фондов на МФР. В последние годы в работах зарубежных авторов всесторонне исследовались сущность ФНБ, источники их формирования, цели создания, роль и место на мировом финансовом рынке, эволюция инвестиционных стратегий и современная практика управления инвестиционными портфелями ФНБ. В работах отечественных авторов основное внимание уделяется вопросам взаимодействия суверенных фондов и федерального бюджета, источникам формирования ФНБ, а также их использованию в рамках национальной программы антикризисного регулирования. В этой связи представляется необходимым исследование слабо изученных направлений инвестиционной политики суверенных фондов на МФР, наиболее эффективных стратегий инвестиционных портфелей ФНБ и моделирования основных направлений инвестиционной политики фондов как крупнейших институциональных участников МФР в послекризисный период.

Объектом исследования являются фонды национального благосостояния, инвестирующие свои средства в ценные бумаги на мировом финансовом рынке.

Предметом исследования выступают современные инвестиционные стратегии фондов национального благосостояния.

Цель исследования - формирование методологических основ моделирования стратегий инвестирования средств фондов национального благосостояния в ценные бумаги.

Для достижения этой цели были поставлены и решались следующие задачи: дать определение понятию фонд национального благосостояния и исследовать его экономическую сущность; классифицировать ФНБ по целям, источникам создания и инвестиционной активности на МФР; определить подходы к формированию оптимальной эффективной модели суверенных фондов благосостояния; выявить особенности и закономерности эволюции инвестиционных стратегий ФНБ на мировом финансовом рынке; изучить современные тенденции в политике инвестирования средств суверенных фондов в ценные бумаги и, используя метод сравнительного анализа, выявить отличия между инвестиционными стратегиями ФНБ и других институциональных суверенных инвесторов (центральных банков и государственных пенсионных фондов); - исследовать специфику современных стратегий управления инвестиционными портфелями ФНБ и выработать практические рекомендации по моделированию инвестиционной стратегии фондов.

Область исследования. Диссертационная работа выполнена в соответствии сп. 1.6 — «Институциональные аспекты финансовой системы»; п. 1.7 — «Инфраструктурные аспекты финансовой системы»; п. 1.10 -«Финансовое стимулирование эффективного использования всех видов экономических ресурсов»; п. 2.14 — «Финансирование инвестиционных процессов на федеральном и региональном уровнях»; п. 6.4 - «Теория и методология проблемы портфельной политики в области ценных бумаг»; п. 6.11 — «Институциональные преобразования валютного рынка и проблемы деятельности его институтов» специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» Паспорта специальностей ВАК (экономические науки).

Методологическую основу диссертационного исследования составили принципы диалектической логики, которые позволяют рассматривать явления в их развитии и взаимосвязи. При разработке темы были использованы общенаучные методы и приемы исследования: анализ, синтез, дедукция, индукция, сравнение, аналогия, системный подход. Для анализа статистических данных и систематизации полученных результатов применялся метод группировок (графический и табличный).

Теоретическую основу диссертации составили работы зарубежных экономистов, посвященные теоретическому анализу ФНБ как институциональных инвесторов на мировом финансовом рынке: И. Айзенмана, Р. Блэкберна, Ю. Браунштейна, Дж. Бёртона, С. Валдеза, С. Гарднера, Ф. Дрюкера, X. Даемса, С. Джена, О. Митчелла, В. Мираки, Л. Кларка, М. Коллинза, М. Маслаковича, Ф. Петраса, А. Розанова, М. Шеридана, Н. Янга и др.

В работе использовались исследования ведущих российских специалистов в области инвестиций на мировом финансовом рынке: В. А. Галанова, О. А. Гришиной, В. М. Дворецкого, Е. А. Звоновой, Л. Л. Игониной, Л. Н. Красавиной, С. Р. Моисеева, Г. С. Пановой, И. Я. Лукасевич, Б. Б. Рубцова, В. А. Слепова, А. С. Селезнева, О. М. Теплова, О. В. Улюкаева и др.

Эмпирическую основу исследования составили международные и национальные законодательные акты, нормативные документы, правила и международные рекомендательные основы регулирования (Принципы Сантьяго), определяющие порядок инвестиционной деятельности суверенных фондов на МФР; статистические и аналитические материалы международных финансовых организаций и национальных органов государственной власти; публикации в научной печати России и зарубежных стран.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в выявлении особенностей и закономерностей формирования стратегий инвестирования средств фондов национального благосостояния в ценные бумаги с учетом целей их создания и состояния национальных финансовых рынков и МФР в целом и выработке рекомендаций по разработке эффективной инвестиционной стратегии этих фондов.

На защиту выносятся следующие положения, содержащие научную новизну.

Предложено авторское определение фондов национального благосостояния как обособленной совокупности денежных средств (фондов), образуемых суверенным государством для целей содействия реализации основополагающих конституционных прав граждан, реализации социально значимых, наукоемких и экономически эффективных инвестиционных проектов и финансирования бюджетного дефицита.

Определены основные источники формирования ФНБ и определена зависимость между национальными экспортными доходами и размерами суверенных фондов.

Разработана детализированная классификация ФНБ как институциональных инвесторов на МФР, позволяющая распределить их по сферам и сегментам инвестирования на МФР, стратегиям формирования и управления инвестиционными портфелями, уровню рисков, допустимых при инвестировании.

Выявлены факторы эволюции инвестиционной деятельности ФНБ на мировом финансовом рынке: развитие инвестиционных операций на МФР, рост объемов и масштабов их инвестиций, повышение роли институциональных инвесторов, развитие институциональной инфраструктуры МФР, интенсификация инвестиционной стратегии суверенных фондов.

Раскрыты специфические особенности формирования инвестиционных стратегий ФНБ, состоящие в выборе не только экономических, но и социально-политических задач, гармонизации интересов отдельных участников рынка и общества в целом, зависимости от условий функционирования мирового финансового рынка.

Обоснована необходимость моделирования инвестиционной стратегии ФНБ на мировом финансовом рынке. Разработана модель инвестиционной стратегии фондов с учетом уровня реализации инвестиционной политики, ее характера, типа управления инвестиционным портфелем (активный, пассивный), состояния национального и мирового финансового рынков (кризис, стагнация, подъем).

Практическая значимость исследования состоит в: разработке подходов к детализированной классификации ФНБ по целям образования и инвестиционной активности; обосновании предложений по разработке стратегии реструктурирования инвестиционных портфелей ФНБ в послекризисный период; разработке модели оптимизированной стратегии формирования инвестиционных портфелей суверенных фондов на мировом финансовом рынке.

Выводы и рекомендации, содержащиеся в диссертации, могут быть использованы соответствующими комитетами Государственной думы РФ в процессе совершенствования законодательства по бюджету, суверенным фондам и финансовым рынкам; Министерством финансов РФ - при разработке политики формирования и управления Резервным фондом и ФНБ; Центральным банком Российской Федерации - при управлении средствами суверенных фондов.

Апробация работы и использование результатов. Результаты исследования были использованы при выполнении научно-исследовательской темы «Разработка инвестиционной политики Пенсионного фонда РФ с учетом изменения законодательства, связанного с инвестированием пенсионных накоплений» в части анализа инвестиционной деятельности суверенных фондов денежных средств.

Основные результаты исследования прошли апробацию в виде выступлений на научно-практической интернет-конференции «Взаимодействие государства и бизнеса в современной рыночной экономике» (20 марта -19 апреля 2010 г.) и Международной Плехановской конференции в 2011 году.

Материалы диссертационного исследования используются в преподавании дисциплин «Международные финансы», «Государственные и региональные финансы» на факультете дистанционного обучения ГОУ ВПО «РЭУ им. Г. В. Плеханова».

Публикации. По теме диссертации опубликовано 4 работы общим объемом 1,8 п. л., в т. ч. 3 статьи в журналах, рекомендованных ВАК России.

Логика и структура работы. Логика исследования определила структуру работы, которая включает в себя введение, три главы, заключение, список использованной литературы и приложения.

## Цели создания и функции фондов национального благосостояния

Суверенные инвестиционные фонды различаются по целям создания. В зависимости от основных целей образования и функционирования фондов национального благосостояния можно выделить пять принципиально различных групп ФНБ. Группировка суверенных фондов по целям их образования представлена в таблице 1.2.

Первая группа в предлагаемой классификационной структуре фондов национального благосостояния — это стабилизационные фонды. Они создаются с целью проведения средне- и долгосрочных мер по стабилизации национальной экономики в долгосрочном временном горизонте. Подобная цель в основном связывается с текущими высокими поступлениями валютной выручки в национальный бюджет от экспорта сырья (в основном, нефти и газа). Причем большие размеры экспортной выручки в основном связаны с конъюнктурным и / или спекулятивным ростом цен на экспортируемые страной товары сырьевых групп. Нами выделяются три взаимосвязанные цели, которые осуществляет группа стабилизационных фондов: - стерилизация, то есть выведение излишков притока экспортной валютной выручки и, как следствие, снижение инфляционного давления на национальную валюту; - стабилизация, то есть снижение зависимости, а в идеале - изоляция бюджета и национальной экономики в целом от колебаний мировых цен на сырье; - создание превентивных сбережений, цель которых использование их в будущих периодах на борьбу с различными экзогенными и эндогенными последствиями, включая финансово-экономические шоки, последствия стихийных бедствий и т. п.

По существу, стабилизационные фонды в странах - экспортерах сырья служат средством хеджирования риска «голландской болезни» , впервые ставшей серьезной проблемой в 1970-1980-х гг. в связи с быстрым ростом мировых цен на нефть в экономиках Саудовской Аравии, Нигерии, Мексики, Норвегии. Экономические и финансовые последствия «голландской болезни» выступают в виде увеличения экспортных доходов в добывающих отраслях национальной экономики, что ведет к дополнительному притоку в страну национальной валюты. В итоге номинальный курс национальной валюты растет, а иностранной - падает. Это означает рост реального курса национальной валюты, то есть ее укрепление. Кроме того, рост доходов создает дополнительный спрос на все виды товаров и услуг, что приводит к росту цен и усилению инфляции. В результате реальный курс национальной валюты растет, конкурентоспособность открытого сектора национальной экономики снижается, сокращается производство и экспорт обрабатывающих отраслей, растет безработица, увеличивается импорт, снижается чистый экспорт, и в конечном итоге замедляются темпы экономического роста. В долгосрочной перспективе «голландская болезнь» приводит к перемещению ресурсов из обрабатывающего сектора в сырьевой, ослабляются стимулы для развития обрабатывающих отраслей и создания новых технологий .

Примером создания и накопления фонда национального благосостояния по стабилизационному типу является формирование стабилизационного фонда в РФ. Ключевой проблемой формирования российского бюджета стала нестабильность доходных поступлений, связанная с колебаниями мировых цен на нефть. В конце 1990-х гг. колебания доходов российского бюджета, связанные с изменениями цен на нефть, достигали 2,2% ВВП (19,3% всех доходов федерального бюджета). С 2000 г. по 2005 г. реальный курс рубля вырос в 2,43 раза9. Основной причиной роста, по заключению экспертов Всемирного банка, было повышение цен на энергоносители. Соответственно, в 2,4 раза подешевел конкурирующий импорт, а за шесть лет (2003-2008 гг.) до начала глобального финансового кризиса средний рост ВВП в РФ составлял около 7% в год, доходы населения ежегодно росли на 11%, а импорт - на 30%10. По расчетам экспертов МВФ, для сохранения конкурентоспособности РФ за 8 лет (с 2001 по 2008 гг.) продукция национальной обрабатывающей промышленности должна была подешеветь в среднем в 2,4 раза на фоне устойчивого двузначного ежегодного роста заработной платы. Поскольку такая ситуация была и продолжает оставаться даже теоретически невозможной, то вполне закономерным стал быстрый рост импорта во внутреннем потреблении и вытеснение отечественной российской промышленности с внутреннего рынка. Предупреждением угрозы «голландской болезни» в российской экономике было создание в 2003 г. Стабилизационного фонда. Схема работы стабилизационного фонда в любой экономике, в том числе и российской, проста: в периоды неблагоприятной мировой ценовой конъюнктуры на энергоносители финансовый резерв, сформированный в стабилизационном фонде, смягчает недостаток бюджетных средств для финансирования госрасходов. С другой стороны, значительные поступления в стабилизационный фонд в периоды высоких мировых цен на энергоносители должны тормозить тенденцию к укреплению реального курса рубля, которая невыгодна экспортерам, поскольку цены на их товары остаются неизменными. Таким образом, стабилизационные фонды создаются, чтобы аккумулировать средства в периоды высоких цен на сырьевые товары и использовать их в периоды снижения. Инвестируя на мировом финансовом рынке временно свободные денежные средства, стабилизационные фонды суверенных государств помогают защитить национальную экономику от «голландской болезни» и связанных с ней макроэкономических последствий.

Функция превентивных сбережений, по сути, расширяет стабилизационную цель рассматриваемой структурной группы фондов национального благосостояния и охватывает все виды непредвиденных финансовых обязательств, включая шоковые цены на сырьевые товары. Поэтому для их формирования может потребоваться объем резервов, превышающий тот, который необходим для ценовой стабилизации. Среди наиболее известных из ныне существующих можно перечислить стабилизационные фонды Норвегии, Чили, Аляски, Венесуэлы, Кувейта, Колумбии, Нигерии, а также стабилизационный фонд России (с 2007 года Резервный фонд РФ и Фонд национального благосостояния).

## Эволюция инвестиционной политики фондов национального благосостояния

Изменения инвестиционной политики ФНБ на мировом финансовом рынке прослеживаются в конце XX - начале XXI века. В период между январем 1989 г. и сентябрем 2008 г. фонды национального благосостояния осуществили на мировом финансовом рынке 1216 инвестиций на сумму, превышающую 357 млрд. долларов. Эти инвестиции были произведены 35 суверенными фондами благосостояния. Средний размер отдельных инвестиций ФНБ составлял 400 40 млн. долларов, а наиболее активной была инвестиционная политика суверенных фондов ОАЭ и Сингапура. Около трети (30,9%) от общего числа инвестиций и более половины их суммарного объема (54,6%) приходилось на финансовый секторзі. Однако более половины перечисленных инвестиций ФНБ пришлось только на один год -2005, после которого в специальной аналитической литературе был возрожден и стал широко употребляться термин «государственный капитализм», забытый с 1970-х гг., времени экспансии пенсионных фондов на мировом финансовом рынке (см. 2.1) По современным подсчетам 35 ФНБ контролировали в 2009 г. 2 трлн. долларов финансовых активов, что позволяет им контролировать мировую финансовую политику. Из 35 исследуемых здесь фондов более двух третей (22) были образованы после 2000 г. и почти половина (17) после 2005 г. Из 1216 публично известных портфельных инвестиций ФНБ более половины (698) были осуществлены после 2005 г. До 2005 г. суверенные фонды предпочитали консервативный тип инвестиций на национальном или близких финансовых рынках. При этом 70-90% ежегодных объемов инвестирования приходилось на развивающиеся экономики. Объектом инвестирования являлись в основном государственные ценные бумаги (акции и облигации). Фонды национального благосостояния особую значимость приобрели в конце XX века. В своей инвестиционной политике ФНБ до 2005 г. стремились к максимизации доходов при значительном ограничении риска. Фонды выступали как долгосрочные пассивные инвесторы и не вмешивались в решения компаний, где располагали контрольным пакетом, и обычно передоверяли управление внешним управляющим фондам.

После 2005 г. ФНБ расширили направления инвестирования и по видам ценных бумаг, и по их географической принадлежности: все чаще суверенные фонды- стали -инвестировать -не на -развивающихся рынках,- а на финансовых -рынках развитых стран — членов ОЭСР (OECD) (табл. 2.5).

Как видно из таблицы, Норвежский государственный пенсионный фонд Global осуществляет инвестиции только на глобальных рынках и использует высокорисковую инвестиционную стратегию (вкладывает около 50% в акции). Другой ФНБ Норвежского правительства — Государственный пенсионный фонд Норвегии - вкладывает только во внутренние рынки.

В то же время Федеральный фонд будущего Австралии, инвестиционная программа которого началась в 2007 году, имеет 74% активов в форме наличных на внутренних счетах (на июнь 2007 года) и еще 18,6% - в других активах также внутри страны32.

ФНБ по совокупности произведенных в 2005-2008 гг. капиталовложений на МФР обогнали всех других участников этого рынка, включая американское государство. Однако в течение 2009 г. все суверенные фонды понесли большие убытки по вложениям на МФР. И хотя ФНБ в 1990-2000-е гг. стали крупнейшими участниками рынка, они оставались плохо изученными с точки зрения теории и практики.

Инвестиционная стратегия суверенных фондов сдерживалась целым рядом запретов и ограничений, которые должны были отражать конкретные характеристики и уязвимые макроэкономические показатели страны, например цены на сырье, валютные курсы и будущие обязательства.

Поскольку трудно отделить инвестиционные холдинговые компании, которым разрешено делать рискованные инвестиции на МФР от стабилизационных фондов, которым запрещено это делать, а они тем не менее до 2008 г. такие инвестиции осуществляли, то мы в дальнейшем исследовании инвестиционной деятельности ФНБ решили опираться на такой признак суверенного фонда, как факт подписания Принципов Сантьяго в октябре 2008 г. (см. приложение 5). Принципы Сантьяго состоят из 24 пунктов, регулирующих иностранные инвестиции ФНБ. Тест на выполнение «Принципов Сантьяго» в нашем исследовании прошли суверенные фонды Чили, Мексики, России, Тайваня, Тринидада и Тобаго и Норвегии. Не прошли этот тест фонды Ирана, Мавритании, Нигерии, США. Фонды национального благосостояния предпочитают инвестировать в финансовые институты (банки, фонды, компании), но эта ситуация сложилась только после 2005 г., когда впервые ФНБ была предоставлена возможность инвестирования ресурсов в транснациональные банки. С 2009 г. ФНБ предпочитают приобретать ценные бумаги компаний, прошедших листинг.

Крупные инвестиции ФНБ на мировом финансовом рынке осуществляются только с 2007 г. (см. Приложение 6). На диаграмме I, представленной в приложении 6, видно, что в общем объеме инвестиций суверенных фондов на МФР преобладают финансовые инвестиции. Диаграмма II иллюстрирует, что внутринациональные инвестиции ФНБ в 2007 г. по сравнению с общим объемом инвестирования снизились с 45% до 15%. Именно в 2007 г. только созданная Китайская инвестиционная корпорация (CIC) приобрела часть IPO компании Blackstone Group в размере 9,9% акционерного капитала на общую сумму в 3 млрд. долларов.

Во второй половине 2007 г. суверенные фонды осуществляли финансовое инвестирование, приобретая акции крупнейших банков. Последние в это время стремились увеличить свои активы, чтобы избежать ожидаемых крупных потерь от инвестиций в американские субпраймовые ипотечные ценные бумаги (см. приложение 7). Как видно из данных, приведенных в приложении 7, ФНБ по существу вышли в 2007-2009 гг. на мировой финансовый рынок и стали его крупнейшими институциональными инвесторами с единственной целью: добавить ликвидность на МФР и спасти крупнейшие структурообразующие финансовые институты рынка, которые в основном занимались инвестиционной деятельностью (CityGroup Inc., Merrill Lynch, Deutsche Bank, Лондонская фондовая биржа, Morgan Stanley, UBS, Credit Suisse). Суверенные фонды использовали свои средства, чтобы спасти мировой финансовый рынок и его ключевых участников от окончательного обвала. Эти финансовые инвестиции ФНБ были столь убыточны, что средние потери на 27.03.2009 г. по всем 189 инвестициям фондов составили 52,23%, а по отдельным сделкам достигали 70-90%.

## Особенности использования средств фондов национального благосостояния в посткризисный период

Рассмотрим общие направления и тенденции расходования средств, накопленных в ФНБ, на примере фондов с пенсионными обязательствами. Расчеты объемов пополнения таких фондов во времени производятся на основе демографических прогнозов увеличения населения пенсионного возраста. При расходовании средств следует избегать колебаний объемов государственного бюджета.

Использование фондов, называемых инвестиционными корпорациями или инвестиционными органами, нацелено на совершенствование управления государственными финансовыми активами. Цель создания фондов будущих поколений — сохранение части полученных от продажи невозобновляемых источников доходов для их использования будущими поколениями.

Интересным является пример Аляски, где часть доходов постоянного резервного фонда (ПРФ) Аляски распределяется среди граждан, в качестве ежегодных дивидендов каждому жителю Аляски. Постоянный фонд Аляски состоит из двух частей: зарезервированные и незарезервированные активы. Согласно Конституции, сохраняемые активы не могут тратиться, а незарезервированные активы могут использоваться по усмотрению законодательного органа штата.

В 2010 году практику выплаты дивидендов гражданам переняла и Монголия через Фонд развития человека Монголии. Каждый гражданин получит сумму, эквивалентную 150 долларов. До 2013 года размер ежегодных выплат предполагается увеличить до 1000 долларов35. Такое использование средств наиболее привлекательно с точки зрения общественного восприятия, поскольку не возникает вопросов, куда расходуются средства, полученные от сырьевых доходов. Граждане непосредственно получают доходы «на руки». В то же время важно правильно рассчитать пропорцию средств, используемых сейчас, и средств, отложенных для будущих поколений. Источники сырьевых доходов не возобновляются, и право на доходы от них имеет не только нынешнее, но и будущее поколение.

Порядок формирования ФНБ за счет отчислений из бюджета следующий: при возникновении профицита бюджета средства вкладываются в фонд, при дефиците бюджета - изымаются из него. На текущие бюджетные расходы может направляться инвестиционный доход фонда. Например, ресурсы Стабилизационного фонда нефтяных доходов Мексики используются на компенсацию снижения уровня предполагаемого дохода, рассчитанного по минимальной цене на нефть.

Страны, которые осуществляли накопление доходов с начала ресурсного бума, были лучше подготовлены для противодействия неблагоприятному воздействию кризиса. Россия, по сути, сохранила запланированные объемы расходов бюджета, которые были перераспределены между его статьями с акцентом на социальные обязательства. При этом фактические расходы увеличились на 27,4% при одновременном снижении доходов на 29%. По расчетам правительства, антикризисная программа обошлась государству более чем в 3 трлн. рублей (приблизительно 100 млрд. долларов США) с учетом средств федерального бюджета, Фонда национального благосостояния, ресурсов ЦБ и госгарантий. С 1 января 2010 г. до 1 января 2013 г. средства Резервного фонда не используются для финансового обеспечения нефтегазового трансферта, а могут направляться на финансовое обеспечение расходов федерального бюджета36, т. е. для финансирования текущего дефицита. Россия также приняла законодательство, позволяющее Фонду национального благосостояния инвестировать в отечественные активы, чтобы провести рекапитализацию трех основных банков, контролируемых государством (ВТБ, ВЭБ, Сбербанк), с вливанием капитала в размере 28 млрд. долларов США. В ВЭБ был размещен депозит ФНБ в размере 50 млрд. долларов. По состоянию на 1 апреля 2010 г. совокупный объем Резервного фонда составил 1553,28 млрд. рублей, что эквивалентно 52,90 млрд. долларов США. «В 2010 году он пополняться не будет», -заявило руководство Минфина РФ. С апреля 2010 г. по февраль 2011 г. средства Резервного фонда сократились в два раза и составили на 1 февраля 2011 г. 770,24 млрд. рублей37.

Министерство финансов Чили объявило в феврале 2010 г., что 4 млрд. долларов США будут направлены на финансирование проектов, включенных в план стимулирования экономики, для осуществления инвестиций в сферы общественной инфраструктуры, сокращения налогов и другие мероприятия. В январе 2009 г. правительство Норвегии обнародовало пакет по стимулированию экономики на сумму 3 млрд. долларов США (20 млрд. норвежских крон). Большая часть денег (84%) должна быть использована на общественные строительные работы, создание школ и инфраструктуры. Оставшиеся 16% пойдут на компенсации, предоставляемые в качестве налоговых льгот. Нефтяной дефицит бюджета Норвегии в 2009 г. составил 5,2%, что выше целевых 4%. Однако из-за того что государство тратило меньше разрешенных 4% в последние годы, парламент утвердил дополнительные расходы. Совокупные государственные расходы во время кризиса составили 2,3% ВВП - это самый большой показатель в странах ЕС.

В марте и мае 2009 года Национальный резервный пенсионный фонд Ирландии инвестировал в общей сложности 7 млрд. евро в программу рекапитализации банков для минимизации воздействия кризиса.

Глобальный кризис, который начался еще летом 2007 г. с ипотечного кризиса в США, значительно повысил волатильность мирового финансового рынка и привнес неуверенность в дальнейших путях развития мирового хозяйства. В 2008 г. огромные потери понесли те инвесторы (особенно институциональные), которые приобрели производные финансовые инструменты, базировавшиеся на субпраймовых ипотечных кредитах, такие как MBS (Mortgage-Backed Securities) и CDO (Collateralized Debt Obligations). Те институциональные инвесторы, которые осуществляли финансовый менеджмент своих компаний на основе методов левериджа и VAR (value at risk), для избежания возможных крупных потерь начали распродажу подобных финансовых активов, чтобы повысить ликвидность своих балансов. В этот период понижательных («медвежьих») тенденций на рынке портфельные инвестиции ФНБ, осуществленные в массовом порядке в 2005-2007 гг., также резко упали в цене. Например, после того, как китайская инвестиционная компания (CIC) вложилась в Blackstone Group, рыночная капитализация этой компании упала более, чем на 50%. Таким образом, CIC стал одной из основных жертв ипотечного кризиса в США.

## Практика инвестирования из суверенных фондов государств и континентов

Инвестиционные стратегии ФНБ направлены на удовлетворение потребностей конкретных суверенных государств.

Фонд Абу-Даби (ADIA), созданный в 1976 г., имеет самые объемные из всех инвестирующих суверенных фондов финансовые активы - оценочно в 2009 г. 500-700 млрд. долларов. Как институциональный инвестор фонд проводит пассивную политику с долгосрочным горизонтом размещений.

Портфель инвестиций фонда высокодиверсифицированный, не имеющий специального географического или отраслевого сектора инвестирования. Инвестиционная деятельность ADIA связана с размещением средств в государственных ценных бумагах, а в 1989 г. были зафиксированы первые портфельные приобретения корпоративных акций. В 1998 г. началось инвестирование в индексированные облигации, а с 2005 г. производятся размещения на рынках переходных стран. В 2007 г. ADIA передал все национальные размещения субфонду ADIC (Инвестиционный совет Абу-Даби), который инвестирует в банки и авиакомпании. При этом следует иметь в виду, что ADIA принадлежит 95% акций ADIC. При финансовых активах, накануне кризиса превышавших 800 млрд. долларов, неофициально существует информация, что в первый год кризиса, конкретно осенью 2008 г., Фонд потерял 125 млрд. долл. в результате своих размещений на мировом финансовом рынке. Поэтому нынешний объем средств ADIA оценивается в 500-700 млрд. долларов, структура инвестиционного портфеля не разглашается. Но создание в 2007 г. ADIC и ее фокусирование только на национальных инвестициях позволяет предположить, что с 2007 г. ADIA занимается только зарубежным инвестированием.

В своей структуре фонд содержит государственные облигации, акции, имеющие публичный листинг, все виды ценных бумаг с фиксированным доходом, корпоративные акции, банковские депозиты. Фонд не заинтересован в приобретении контрольного пакета акций компаний, но известно, что до кризиса ADIA осуществлял самые крупные по объемам портфельные инвестиции среди всех групп институциональных инвесторов на МФР. В 2007 г. ADIA приобрел конвертируемые облигации CityGroup Inc. на 7,5 млрд. долларов и стал на тот момент владельцем 4,9% капитала этого банка. Доход по этим облигациям (процент) был объявлен в 11%, а в марте 2010 г. они должны быть конвертированы в 235,6 млн. акций. Поскольку ADIA признал и подписал Принципы Сантьяго, то инвестиционная политика фонда, так или иначе, соответствует им.

Норвежский государственный пенсионный фонд Global (GPFG) был создан в 1920 г. После ADIA это второй крупнейший суверенный фонд благосостояния на мировом финансовом рынке. Его объем в 2009 г. составлял 322 млрд. долларов (более 2 трлн. норвежских крон). Инвестиционная стратегия этого фонда осуществляется Министерством финансов Норвегии, Норвежским банком инвестиционного управления с широкой сетью иностранных филиалов (NBIM) и зарубежными филиалами самого фонда в Лондоне, Нью-Йорке и Шанхае. Структура инвестиционного портфеля GPFG состоит из бумаг с фиксированным доходом, небольших объемов пакетов акций, депозитов и денежных средств. Инвестиции в ценные бумаги носят долгосрочный характер и управляются аутсорсинговыми компаниями. Портфель инвестиций GPFG имеет международный характер.

Норвежский фонд осуществляет глобальные инвестиции в ценные бумаги с фиксированным доходом, инвестиционный портфель формируется как доходный, допустим невысокий уровень риска. Основное управление средствами фонда Global осуществляет Норвежский банк инвестиционного управления. GPFG имеет миноритарные пакеты акций в 7900 компаниях по всему миру. Политика миноритарных приобретений акций не означает, что фонд Global не имеет никакого влияния в управлении компаниями, куда были инвестированы его средства. Управляющий банк (NBIM) видит цель своего менеджмента в правильной диверсификации портфеля для формирования его доходности. В связи с отсутствием в стране бюджетного дефицита нет необходимости использовать средства этого фонда в названном направлении. Поскольку GPFG является активным институциональным инвестором на мировом финансовом рынке, то еще в 1990-х гг. была сформирована инвестиционная стратегия фонда: долгосрочные вложения в бумаги с фиксированным доходом или в максимально диверсифицированные корпоративные акции (рис. 3.3). В результате такой стратегии в ходе нынешнего кризиса фонд увеличился. Сбалансированная структура портфеля во многом способствовала практически невысоким (кроме 2008 г.) потерям фонда. 2008 год был рекордным по потерям для фонда Global - 40,7% по акциям и 0,5% по облигациям. Всего в абсолютных цифрах фонд Global потерял более 90 млрд. долларов. Такие результаты означали, что за десять лет, с 1998 по 2008 гг., фонд смог получить общий доход на все инвестированные средства в 2,94%. Перед фактом обвала МФР осенью 2008 г. NBIM изменил свою стратегию инвестиционного портфеля, сделав ставку на формирование сбалансированного портфеля с минимальным уровнем риска по ценным бумагам, в которые вкладываются средства GPFG46. Страновая (региональная) стратегия инвестирования средств фонда Global представлена