

DOI: 10.26794/2226-7867-2019-9-4-136-141  
УДК 311(045)

## ОСОБЕННОСТИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ СУВЕРЕННЫХ ФОНДОВ НА РУБЕЖЕ XX–XXI ВЕКОВ

*Архангельская Любовь Юрьевна*, канд. экон. наук, доцент, доцент Департамента учета, анализа и аудита, Финансовый университет, Москва, Россия  
[lubank@bk.ru](mailto:lubank@bk.ru)

*Бондаренко Никита Олегович*, студент 2-го курса финансово-экономического факультета, Финансовый университет, Москва, Россия  
[nikita.bondarenko7@rambler.ru](mailto:nikita.bondarenko7@rambler.ru)

**Аннотация.** В условиях расширения мирохозяйственных связей между странами перед многими правительствами встал вопрос эффективного управления накопленными финансовыми ресурсами, для чего были созданы суверенные фонды. Сейчас, на пороге четвертой технологической революции, необходимо обратить внимание на многолетний опыт управления государственными резервами для определения основных тенденций развития суверенных фондов, учет которых позволит пересмотреть существующий в России механизм использования их активов для обеспечения вклада в достижение сбалансированного роста отечественной экономики темпами, превышающими среднемировые. Целью работы является выявление и анализ основных особенностей функционирования суверенных фондов на рубеже XX–XXI вв. В работе представлены статистические данные, свидетельствующие об изменении инвестиционных стратегий, а также анализ и оценка эффективности управления различными типами суверенных фондов. Кроме того, отдельное внимание было уделено количественной оценке влияния многообразия экономических факторов на функционирование суверенных фондов, для чего были использованы методы корреляционно-регрессионного анализа. Полученные с его помощью данные позволили осуществить прогноз объема средств Фонда национального благосостояния, динамика которого является важным показателем в условиях стимулирования роста российской экономики. В статье представлено описание основных тенденций развития и проблем функционирования суверенных фондов России. Предложены пути решения этих проблем.

**Ключевые слова:** суверенные фонды благосостояния; рыночная конъюнктура; инвестиционная стратегия; бюджетная политика; доходность вложений; Фонд национального благосостояния

## FEATURES OF THE FUNCTIONING OF SOVEREIGN FUNDS AT THE TURN OF THE XX–XXI CENTURIES

*Arkhangelskaya L. Yu.*, PhD in Economics, Associate Professor, Department of accounting, analysis and audit, Financial University, Moscow, Russia  
[lubank@bk.ru](mailto:lubank@bk.ru)

*Bondarenko N.O.*, Student of the Faculty of Finance and Economics, Financial University, Moscow, Russia  
[nikita.bondarenko7@rambler.ru](mailto:nikita.bondarenko7@rambler.ru)

**Abstract.** On the threshold of the fourth technological revolution, it is necessary to draw attention to the many years of experience in managing state reserves for determining the main trends in the development of sovereign funds. It would allow revision of the mechanism of using their assets in Russia to ensure a contribution to achieving balanced growth of the domestic economy at rates exceeding the world average. Our work aims to identify and analyse the main features of the functioning of sovereign funds at the turn of the XX–XXI centuries. We paid

*particular attention to quantify the influence of a variety of economic factors on the functioning of sovereign funds. We used methods of correlation and regression analysis. The data obtained with its help made it possible to forecast the number of funds of the National Wealth Fund, the dynamics of which is an essential indicator in terms of stimulating the growth of the Russian economy. As a result of the research, we presented the description of the main trends in the development of sovereign funds, the main problems of the functioning of sovereign funds in Russia and the ways to solve them.*

**Keywords:** *sovereign wealth funds; market conditions; investment strategy; fiscal policy; investment returns; National Wealth Fund*

**Н**аучно-техническая революция, которая происходит в мире в настоящее время, неуклонно ведет к углублению нестабильности мирового хозяйства в связи с ростом структурной безработицы, увеличением разрыва между развитыми и развивающимися странами, скачкообразным ростом экономик отдельных стран и перераспределением сил на мировой арене [1]. Для снижения влияния подобных дестабилизирующих факторов на экономики отдельных стран национальные правительства вынуждены прибегнуть к проведению активной макроэкономической политики. Учитывая, что меры бюджетно-налоговой политики нацелены на оказание долгосрочного стабилизирующего эффекта, переосмысление ее инструментария должно вызывать особое внимание экономистов [2]. В частности, большой интерес вызывают общемировые тенденции изменения функционирования такого рычага государственного макроэкономического регулирования, как суверенные фонды благосостояния (СФБ, Sovereign Wealth Fund) и их рассмотрение применительно к российской практике [3].

Однако в условиях современных макроэкономических вызовов и шоков происходит модификация целей и механизмов формирования, инвестирования и использования средств СФБ, что обуславливает объективную необходимость определения тенденций изменения этих бюджетных резервов как основы для разработки долгосрочных бюджетных стратегий и определения параметров бюджетных прогнозов [4].

Итак, при сопоставлении этапов развития СФБ с динамикой цен на нефть становится очевидным, что каждый раз прирост числа и объема суверенных фондов сопровождался нефтяным кризисом, а также повышением цен на нефть: и в 1970-е гг. XX в., и в 2000-е гг., и в начале текущего десятилетия. Такая закономерность прежде всего прослеживается из-за того, что большинство суверенных фондов являлись (и до сих пор

являются) сырьевыми, т.е. формируются за счет доходов от экспорта преимущественно нефти и нефтепродуктов [5, с. 61].

Рассмотрим, насколько выявленная тенденция характерна для нашей страны [6, с. 31]. Зависимость между среднемесячными значениями цены на нефть и совокупным объемом средств российских СФБ, выраженным как сумма средств упраздненного в 2018 г. Резервного фонда и Фонда национального благосостояния, представлена на рис. 1.

Сгруппировав по годам данные по факторному и результативному признаку, приступим непосредственно к определению тесноты связи между ними. Для начала воспользуемся параметрическими способами оценки. Так, коэффициент Фехнера составил  $K_F = -0,6$ , а линейный коэффициент корреляции Пирсона оказался равным  $r_{yx} = -0,38$ . При использовании непараметрических методов оценки степени тесноты связи между признаками были получены схожие значения:  $\rho = -0,47$  — значение коэффициента Спирмена,  $\tau = -0,29$  — значение коэффициента Кендалла.

Таким образом, проведенные расчеты свидетельствуют о том, что между ценой на нефть и совокупным объемом средств российских суверенных фондов существует умеренная обратная связь, которая может быть описана уравнением квадратичной параболы. Данный вывод противоречит общемировой тенденции наличия сильной зависимости объема средств СФБ от уровня цен на нефть, хотя отечественные суверенные фонды являются исключительно сырьевыми [7].

Выявленное противоречие можно объяснить следующим образом. Между ценой на нефть и объемом средств суверенных фондов стоит введенное Правительством Российской Федерации бюджетное правило. Подразумевается, что доходы от продажи нефти зачисляются в СФБ только при превышении цены базового уровня (цены отсечения). Таким образом, при росте



**Рис. 1 / Fig. 1. Связь между среднемесячными значениями цены на нефть и совокупным объемом средств российских СФБ, 2008–2018 гг. / The relationship between the average monthly oil price and the total amount of funds of the Russian SWF, 2008–2018**

Источник / Source: составлено авторами по данным Минфина России и информационного портала Investing.com/compiled by the authors according to the Ministry of Finance data and information from portal Investing.com.

цены на нефть, когда она ниже установленного уровня, это, безусловно, приводит к росту ВВП, но в суверенные фонды дополнительные средства не поступают, т.е. объем средств СФБ в % к ВВП снижается. При росте цены выше цены отсечения это приводит уже к росту суверенных фондов и валового внутреннего продукта на одинаковую абсолютную величину. Однако так как объем ВВП значительно превышает объем средств СФБ, последние растут в данном случае более высокими темпами, и их доля в ВВП увеличивается. Из-за такой разнонаправленной реакции резуль- тативного признака на изменения факторного признака коэффициент корреляции показывает относительно слабо выраженную квадратичную связь между ними. Но эта связь обратная, так как по большей части цены на нефть формируются ниже цены отсечения.

В то же время соотношение между совокуп- ным объемом российских СФБ и объемом тамо- женных пошлин характеризуется отсутствием существенной связи:  $K_F = 0,04$ ,  $r_{yx} = 0,02$ . Данный факт является достаточно неожиданным, так как экспортные таможенные пошлины на сырую нефть, природный газ и на товары, выработанные из нефти, являются источником формирования Фонда национального благосостояния. Возмож- ное обоснование этого факта — возникновение смешанного эффекта при рассмотрении поступ- лений таможенных пошлин в совокупности.

Проведем аналогичные расчеты для пары признаков: сбалансированность федерального

бюджета и совокупный объем средств российских суверенных фондов. Учитывая, что величина «профицита/дефицита» федерального бюджета влияет на национальную экономику посредством обеспечения роста или снижения государствен- ного долга (т.е. действие изменений бюджетного сальдо распространяется не столько на функцио- нирование суверенных фондов в текущем году, сколько на объем их средств в течение нескольких ближайших лет [8]), осуществим механическое сглаживание рассматриваемого ряда динамики способом «скользящего среднего» по трем членам.

По результатам расчетов коэффициент Фех- нера  $K_F = -0,78$ , линейный коэффициент кор- реляции Пирсона  $r_{yx} = -0,83$ , коэффициент Спирмена  $\rho = -0,72$ , коэффициент Кендалла —  $\tau = -0,56$ . С наибольшей точностью описан- ную зависимость задает линейное уравнение:  $y = 7,15 - 0,68x$  ( $\eta = 0,82$ ). Учитывая шкалу Чеддока, можно сделать вывод о наличии высокой обрат- ной связи между рассматриваемыми признаками. Графическая интерпретация полученной зави- симости представлена на рис. 2.

При рассмотрении соотношения объема госу- дарственного внешнего долга Российской Феде- рации и объема средств российских суверенных фондов (рис. 3) было выявлено, что между упо- мянутыми признаками существует умеренная обратная связь ( $K_F = -0,41$ ,  $r_{yx} = -0,38$ ).

Данный факт свидетельствует о корректиров- ке бюджетно-налоговой политики государства в сторону циклически нейтральной.

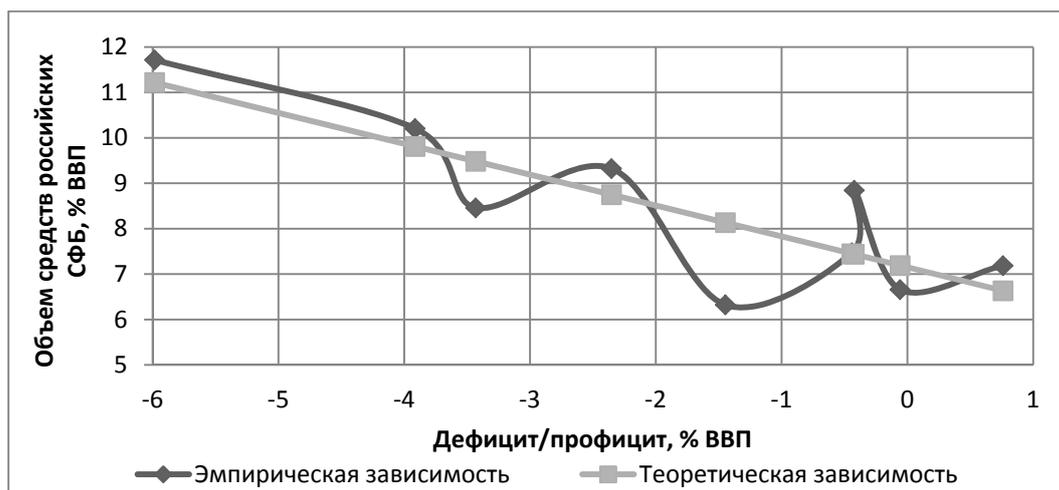


Рис. 2 / Fig 2. Зависимость показателей сбалансированности федерального бюджета и объема средств российских суверенных фондов, 2008–2018 гг. / Dependence of indicators of the balance of the Federal budget and volume of the Russian sovereign funds, 2008–2018

Источник / Source: составлено авторами по данным Минфина России / compiled by the authors according to the Ministry of Finance data.

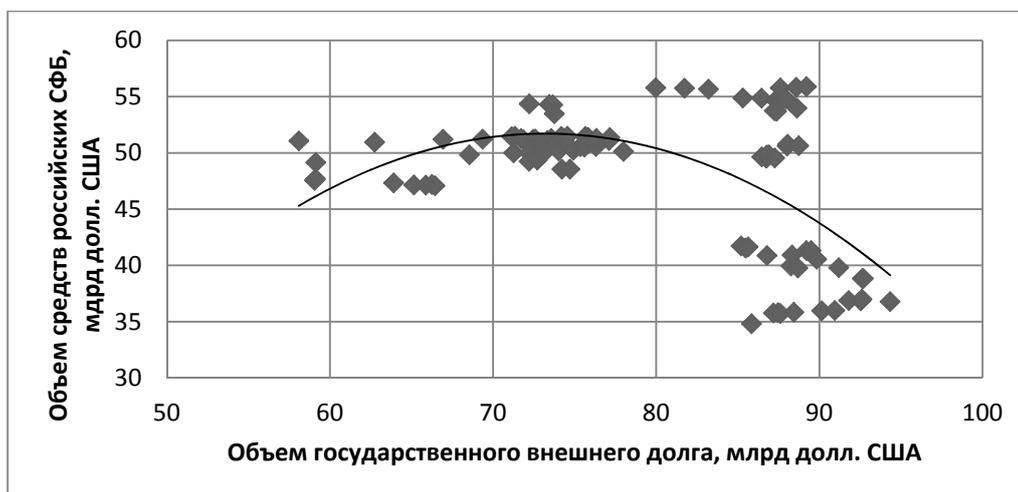


Рис. 3 / Fig 3. Зависимость объема государственного внешнего долга Российской Федерации и объема средств российских суверенных фондов, 2011–2019 гг. / Dependence of the volume of the external state debt of the Russian Federation and the volume of the Russian sovereign funds, 2011–2019

Источник / Source: составлено автором по данным Минфина России / compiled by the authors according to the Ministry of Finance data.

Совокупность полученных результатов позволяет сделать вывод о том, что при существующей системе управления на объем средств российских суверенных фондов в большей степени оказывают влияние внутренние, контролируемые Правительством факторы (величина бюджетного сальдо, размер госдолга), нежели внешние (цены на нефть, поступления таможенных пошлин).

Данный факт свидетельствует о высокой степени подконтрольности бюджетных резервов Правительству и незначительной зависимости от рыночной конъюнктуры.

По данным ряда динамики объема средств российских СФБ проведем экстраполяцию (прог-

ноз) значения на 2019 г. Используя средний абсолютный прирост в  $-0,52\%$  ВВП в год, получим объем средств российских СФБ в 2019 г., равный  $7,83\%$  ВВП, если за базу взять средний уровень за рассматриваемый период. При использовании среднего темпа роста в  $93,5\%$  в год значение результативного признака на 2019 г. составит  $7,75\%$  ВВП. Стоит отметить, что приведенные прогнозные значения соответствуют планам Правительства Российской Федерации, в соответствии с которыми объем средств Фонда национального благосостояния в конце 2019 г. должен составить  $7,72\%$  ВВП (<https://www.interfax.ru/business/629975>).

Однако какой объем средств суверенных фондов является оптимальным? Для ответа на данный вопрос снова обратимся к мировому опыту.

Предназначение современных СФБ выходит далеко за рамки простого сбережения средств и перераспределения их в пользу будущих поколений [9]. Рассмотрим, как процесс активного увеличения активов суверенных фондов влияет на эффективность использования их средств в рамках экономической политики государства, в частности поддержания стабильного курса национальной валюты.

Итак, для сравнения рассмотрим состояние СФБ в России и Норвегии. Государственные финансы Норвегии характеризуются тем, что государственный пенсионный фонд «Глобал» является крупнейшим суверенным фондом мира. Объем его средств устойчиво растет и уже с 2009 г. превышает величину валового внутреннего продукта страны. По данным на 2018 г., его активы составляют 317% ВВП Норвегии. Динамика курса норвежской кроны к доллару США показывает, что национальная валюта Норвегии сохраняет достаточно высокую степень стабильности.

Если провести аналогичную рассмотренной выше параллель с объемами средств национальных суверенных фондов, то окажется, что отечественные СФБ, подвергавшиеся неоднократной реорганизации, имеют небольшие активы по отношению к российскому ВВП и периодически истощаются из-за активного использования средств после каждого кризиса. В то же время курс рубля в последние годы подвержен значительным колебаниям.

Таким образом, текущий объем российских фондов не позволяет им стать полноценной «подушкой безопасности» для экономики, о чем в августе 2018 г. заявил во время парламентско-общественных слушаний глава Счетной палаты Алексей Кудрин (<https://tass.ru/ekonomika/5475229>).

Проведенное исследование позволяет сделать вывод о том, что значительный объем средств суверенных фондов дает государству возможность обеспечивать большую стабильность национальной валюты. В связи с этим необходимо наращивать активы Фонда национального благосостояния до объемов, соизмеримых с размером ВВП.

Другим важнейшим вопросом функционирования суверенных фондов является их инвестиционная стратегия [10]. Стоит отметить, что основные изменения в данном аспекте до сих пор обусловлены последствиями мирового финансо-

вого кризиса 2008–2011 гг. Перечислим наиболее важные из выявленных тенденций в инвестиционной сфере:

1. Сокращение потока инвестиций суверенных фондов благосостояния [11].
2. Увеличение доли инвестиций СФБ в национальные экономики.
3. Дифференциация объектов вложений, рост инвестиций в небольшие проекты.
4. Увеличение потока вложений СФБ в страны Азиатско-Тихоокеанского региона, переориентация инвестиций из развитых стран в развивающиеся.

Итак, обобщая все вышесказанное, можно сделать вывод о том, что развитие СФБ на рубеже XX–XXI вв. подчиняется ряду закономерностей, среди которых: трансформация подходов к формированию их активов, наращивание их объемов как залог диверсификации вложений, смена направлений инвестирования средств и др.

Количественная оценка взаимосвязи объема средств российских суверенных фондов благосостояния и таких факторов, как цены на нефть, поступления таможенных пошлин, значение показателей сбалансированности федерального бюджета, объем внешнего государственного долга Российской Федерации, показала, что функционирование отечественных СФБ в большей степени зависит от внутренних факторов, нежели от конъюнктуры мирового рынка. Данный факт свидетельствует о наличии оснований надеяться, что у Правительства имеется достаточно рычагов воздействия на рассматриваемый вид финансовых ресурсов и баланс между побуждениями в формировании бюджетных резервов и необходимостью наращивания инвестиционной активности будет соблюден.

В частности, необходимо повысить размер средств Фонда национального благосостояния, использующихся на финансирование роста экономики России. Однако прежде всего целесообразным является наращивание его активов. Опыт Норвегии показал, что значительный объем средств обеспечивает большую эффективность их размещения.

Подводя итог всему вышесказанному, однозначно можно утверждать, что сегодняшний день — это переломный момент в части переориентации моделей управления на новые направления. От того, насколько успешно Россия сможет перестроить механизм функционирования своих фондов в соответствии с новыми тенденциями развития мирохозяйственных связей, отчасти зависит дальнейшее экономическое развитие нашей страны.

### СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Косов М.Е., Бондаренко Н.О. Теории пропорционального и прогрессивного налогообложения: практика применения. *Международный бухгалтерский учет*. 2018;21(11):1267–1280.
2. Буздалина О.Б. Направления повышения эффективности управления государственными доходами в Российской Федерации. *Экономические системы*. 2015;(4):67–69.
3. Бондаренко Н.О. Обзор Всемирного экономического форума в Давосе 2018. *Мировая экономика: проблемы безопасности*. 2018;(1):92–97.
4. Навой А.В., Шалунова Л.И. Резервный фонд и Фонд национального благосостояния России в международной системе суверенных фондов. *Деньги и кредит*. 2014;(2):26–33.
5. Куцури Г.Н., Васин Е.А. Управление суверенными фондами. Монография. М.: ЮНИТИ-ДАНА; 2016. 199 с.
6. Жуков С.В., ред. Перестройка мировых энергетических рынков: возможности и вызовы для России. М.: ИМЭМО РАН; 2015. 152 с.
7. Казакова М.В., Синельников-Мурылев С.Г., Кадочников П.А. Анализ структурной и конъюнктурной составляющих налоговой нагрузки в российской экономике. М.: ИЭПП; 2009. 208 с.
8. Буздалина О.Б. Тенденции развития финансового регулирования экономики. *Аудит и финансовый анализ*. 2015;(3):204–07.
9. Панова Г.С. Суверенные фонды Российской Федерации: вопросы формирования, размещения и использования. *Вестник Финансовой академии*. 2008;(2):43–56.
10. Элякова И.Д., Москвитина Е.Н., Барахова В.В. Оценка реализации инвестиционных стратегий суверенных фондов России и Норвегии. *Концепт*. 2014;(20):4581–4585.
11. Шмиголь Н.С., Пиргунова Н.А. О некоторых аспектах управления суверенными фондами Российской Федерации. *Инвестиционный, финансовый и управленческий анализ*. 2017;(5):113–120.

### REFERENCES

1. Kosov M.E., Bondarenko N.O. Theories of proportional and progressive taxation: The practice of application. *Mezhdunarodnyj buhgalterskij uchet*. 2018;11(21):1267–1280. (In Russ.).
2. Buzdalina O.B. Directions for increasing the efficiency of public revenue management in the Russian Federation. *Ekonomicheskie sistemy*. 2015;(4):67–69. (In Russ.).
3. Bondarenko N.O. Overview of the World Economic Forum in Davos 2018. *Mirovaya ekonomika: problemy bezopasnosti*. 2018;(1):92–97. (In Russ.).
4. Navoj A.V., Shalunova L.I. Reserve Fund and the National Welfare Fund of Russia in the international system of sovereign funds. *Den'gi i kredit*. 2014;(2):26–33. (In Russ.).
5. Kutsuri G.N. Sovereign Funds Management. Monograph. Moscow: UNITI-DANA; 2016. 199 p. (In Russ.).
6. Restructuring of global energy markets: Opportunities and challenges for Russia. Zhukov S.V., ed. Moscow: IMEMO RAN; 2015. 152 p. (In Russ.).
7. Kazakova M.V., Sinelnikov-Murylev S.G., Kadochnikov P.A. Analysis of the structural and opportunistic components of the tax burden in the Russian economy. Moscow: IEPP; 2009. 208 p. (In Russ.).
8. Buzdalina O.B. Trends in the development of financial regulation of the economy. *Audit i finansovyy analiz*. 2015;(3):204–207. (In Russ.).
9. Panova G.S. Sovereign Funds of the Russian Federation: Issues of formation, placement and use. *Vestnik Finansovoj akademii*. 2008;(2):43–56. (In Russ.).
10. Elyakova I.D., Moskvitina E.N., Barahova V.V. Evaluation of the implementation of investment strategies of sovereign funds of Russia and Norway. *Koncept*. 2014;20:4581–4585. (In Russ.).
11. Shmigol N.S., Pirgunova N.A. On some aspects of the management of sovereign funds of the Russian Federation. *Investicionnyj, finansovij i upravlencheskij analiz*. 2017;(5):113–120. (In Russ.).