

# ВЕДОМОСТИ

ВСЕ ВИДЯТСЯ СОВМЕСТНО С  
THE WALL STREET JOURNAL & FINANCIAL TIMES

## Финансовая политика: Умный стабфонд

Андрей Вавилов

[18.06.2007. №109 \(1883\)](#)

В последнее время финансовая стратегия государства стала предметом дискуссии на самом высоком уровне. Три недели назад Владимир Путин высказал на заседании правительства идею вложения средств стабфонда в отечественный фондовый рынок. Реализация такого предложения по логике позволила бы решить две задачи. Во-первых — способствовать росту эффективности российского фондового рынка. Во-вторых — обеспечить использование средств стабфонда для решения долговременных финансовых задач. Рынок акций со времени заявления уже начал восстанавливаться сам по себе, а вот необходимость решения долгосрочных задач осталась.

Увы, предложение не нашло понимания со стороны главного блюстителя финансовой стабильности — министра Кудрина. Он увидел в нем основную угрозу для достижения целей по инфляции и стабильности внутреннего финансового рынка. Однако вопрос не снят с повестки дня, так как идея заслуживает самого серьезного обсуждения в более широком контексте. Речь идет о долговременной стратегии финансового развития, которая российским экономическим руководством до сих пор не сформулирована и, по сути, даже не рассматривается.

### Задача для стабфонда

Предложив долгосрочные вложения средств в акции, президент интуитивно определил принципиально верный инструмент для решения долговременной сверхзадачи, стоящей перед страной. Эта сверхзадача, пока до конца не осознанная, — пенсионная реформа. Но не та псевдореформа, которая на сегодняшний день благополучно провалена, а та, что нацелена на устранение разрывов в доходах для разных поколений пенсионеров, и в первую очередь на выполнение государственных социальных обязательств перед теми, кто по возрасту не успеет накопить на собственную пенсию.

Реализация такой задачи неизбежно потребует от государства значительных средств. В середине следующего десятилетия начнется 20-летний период дефицита в пенсионной системе с совокупным финансовым разрывом около 75% ВВП. Для покрытия такого дефицита никакой кубышки не хватит (нынешний размер всего стабфонда не дотягивает и до 10% ВВП). Возможный вариант действий заключается в покрытии разрыва долговой эмиссией, но это будет означать лишь отложенную налоговую нагрузку. Проблему можно решить за счет средств стабфонда, но только если преобразовать его из избыточного резерва в полноценный фонд будущих поколений. Для этого необходимо соответствующим образом перестроить систему управления и сформулировать четкие долгосрочные цели и ограничения. Финансовая теория и практика давно знают решение подобных задач — это глобально диверсифицированный индексный портфель, куда в общем случае должны войти индексы акций и облигаций компаний со всего мира, включая Россию, товары и индексы недвижимости.

### Бухгалтерия и инвестиции

Однако судьба стабфонда в таком контексте финансовыми властями даже не обсуждается. Они по традиции живут текущими заботами, из которых едва ли не главная — как избавиться от “излишних” денег в экономике. Переход к финансовой трехлетке мало что меняет: новая система строится по принципу скользящего планирования, в которой ведущая роль все равно остается за годовыми индикаторами, при том что в развитых странах власти ориентируются на перспективу 10-20 лет. В России тоже можно было бы существенно удлинить горизонт принятия решений, оставаясь в рамках годового бюджета, но перенеся акценты на управление долговременными финансовыми активами и обязательствами государства. Однако подобный подход остается за рамками возможностей Минфина. В обновленной бюджетной системе структура активов остается прежней: основная часть, зафиксированная в процентах к ВВП, — это резерв Минфина, а на нужды будущих поколений остаются лишь крохи.

То, что средства стабфонда аккумулируют “излишние” деньги, — это удобный миф, оправдывающий некомпетентность или бездействие. Эти средства — часть национального богатства, требующая рационального управления. Из-за его отсутствия государство много лет несет ощутимые потери. Во-первых, инфляция остается высокой, несмотря на быстрое номинальное укрепление рубля. Главная причина этого парадоксального положения — недостаток инструментов стерилизации, вынуждающий заменять монетарную политику фискальной, а главное следствие — снижение конкурентоспособности экономики.

Во-вторых, из всех вариантов управления “излишними” деньгами финансовые власти придерживаются самого неэффективного, продолжая держать львиную долю активов в так называемой “подушке безопасности” — резервном фонде. Это чисто бухгалтерский подход, при котором можно не утруждаться принятием портфельных решений, а значит, не нести ответственности за возможные риски. За такую политику уже пришлось заплатить крайне высокую цену. Давались различные оценки инфляционных и курсовых потерь стабфонда; по очень умеренным оценкам ИФИ, это \$5-7 млрд в 2006 г. Данный результат вполне закономерен, если относиться к денежным средствам как к излишней обузе и видеть в них лишь фактор инфляции и больше ничего.

Вариант инвестирования финансового резерва на уровне 10% ВВП только в государственные бумаги развитых стран абсолютно ничем не оправдан. На самом деле эти инструменты не только низкодоходные, но и более рискованные в реальном выражении по сравнению с диверсифицированным портфелем глобальных индексов. Это подтверждается примером целого ряда стран и практическим опытом глобального финансового управления. Из-за колебаний инфляции реальная отдача по “надежным” госбумагам в среднем близка к нулю и к тому же достаточно волатильна. Напротив, котировки акций и товаров коррелируют с показателями инфляции, что позволяет нивелировать инфляционные риски.

От хранения к управлению

В мире существует масса успешных примеров долгосрочного управления активами. Причем это не только государственные фонды типа норвежского или ОАЭ с доходностью 8-10% годовых и широкой диверсификацией инструментов, но и, например, базовый капитал университетов (так называемые эндаументы), который в случае Йельского университета последние 20 лет приносил в среднем 17,2% годовых. Ключевой элемент столь эффективных вложений — ориентация на долгосрочные цели и глобальная диверсификация секторов и инструментов. Например, целевой портфель норвежского фонда на 40% состоит из акций и на 60% из облигаций с широким географическим охватом от Европы (50-60%) и Америки (35-45%) до Азии и Океании (5-15%). Спектр инструментов эндаументов еще шире и включает в себя индексы недвижимости и товаров. В качестве иллюстрации: 10%-ная доходность означает как минимум десятикратный рост начальных активов грубо со \$100 млрд до \$1 трлн за 25 лет. При доходности на уровне 17% на полное покрытие разрыва российской пенсионной системы потребовалось бы менее 15 лет.

Почему возможен подобный результат? Прежде всего потому, что университетские фонды управляются очень квалифицированными специалистами в области финансов, имеющими академическую базу, для которых долговременные цели важнее текущей бухгалтерской отчетности.

Рост капитализации стабфонда при правильном управлении мог бы уже сейчас начать закрывать долговременный фискальный разрыв пенсионной системы. На самом деле не так трудно добиться хороших результатов, но для этого необходимо срочно задуматься о правильной постановке задач и расстановке приоритетов. Многие государства, накапливающие профицитные бюджеты, уже переориентировали структуру своих активов на диверсифицированные глобальные портфели. Они уже зарабатывают деньги своим умом, а не внешнеэкономической конъюнктурой, обеспечивая реальную, а не мнимую стабильность финансовой системы. А в это время Россия легкомысленно упускает такую возможность.

На самом деле дискуссия о долговременном инвестировании стабфонда идет уже не первый год. Идея такого инвестирования была сформулирована в исследованиях руководимого мной Института финансовых исследований, который уже не раз выходил с предложениями об оптимальной финансовой стратегии. При наличии желания эти идеи совсем не трудно реализовать на практике.

Автор — научный руководитель Института финансовых исследований; член Совета Федерации. По материалам выступления на 10-й ежегодной конференции Milken Institute

Мнения, публикуемые в колонке “От редакции”, не влияют на выбор и освещение новостей в остальной части газеты. Другие мнения, публикуемые на полосе “Комментарии”, могут не совпадать с позицией редакции.  
Комментарии online — статьи, которых нет в бумажной версии, повестка дня, все кolumnисты.

---

Постоянный адрес материала: <http://www.vedomosti.ru/newspaper/article.shtml?2007/06/18/127639>

---