

**КАК ПОДГОТОВИТЬСЯ
К МИРОВОМУ
КРИЗИСУ** с. 42

**МОДЕРНИЗАЦИЯ
ОТЕЧЕСТВЕННОГО
МАШИНОСТРОЕНИЯ** с. 48

**БЕКМAMБЕТОВ
ДОГОВОРИЛСЯ
С АНЖЕЛИНОЙ ДЖОЛИ** с. 102

www.profile.ru

ПРОФИЛЬ



ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ЖУРНАЛ • № 40/29 октября 2007

ПОДПИСНОЙ ИНДЕКС 71800

DER SPIEGEL

ИЗДАТЕЛЬСКИЙ ДОМ РОДИОНОВА

ГОСУДАРЕВЫ ФОНДЫ

с. 20





Учредитель и издатель
ООО «Издательский дом Родионова»



ОТ РЕДАКЦИИ

Главные темы нынешнего номера — это коренные вопросы макроэкономической стратегии. Это, собственно, — что делать с колоссальными избыточными инвестиционными ресурсами, накопленными государством, а также как и насколько повлечет на Россию грядущий мировой финансовый кризис. Так называемые «суверенные фонды» государств, накопивших значительные финансовые резервы в основном за счет сырьевой конъюнктуры (но не только — достаточно вспомнить Китай), превращаются в мощных и потенциально растущих игроков на глобальных рынках капитала. При этом их появление вызвало известную истерическую реакцию западных партнеров, бросившихся выстраивать протекционистские барьеры. Призыв нашего автора Андрея Вавилова решать вопрос регулирования деятельности таких фондов спокойно и без истерик, безусловно, позитивен, однако есть серьезные сомнения, что он будет услышан. Идея создания некоего МВФ-2 для регулирования деятельности таких фондов и установления ясных и прозрачных универсальных правил игры вряд ли будет принята теми, кто взял себе за правило играть без правил. Гораздо более реальна и при этом столь же рискованна идея создания финансовой ОПЕК, некоего объединения стран, сформировавших такие «суверенные фонды» с целью недопущения их дискриминации на мировых финансовых рынках поодиночке. Идея на самом деле блестящая, хотя можно представить, какое она вызовет озверение у нынешних распорядителей мировой финансовой системы. Если американский Конгресс уже одобрил закон, приравнивающий создание организаций типа ОПЕК в нефтегазовой сфере к объявлению войны Америке, даже трудно себе представить, каков будет ответ на финансовую ОПЕК.

Тем не менее главным вопросом остается не столько даже продвижение наших капиталов на западные рынки, сколько внутренняя стратегия использования наших резервов (а это не только Стабфонд, но и резервы ЦБ). «В нынешнем виде финансовая стратегия государства неэффективна и должна быть пересмотрена», — констатирует автор. Речь идет все о том же: сверхконсервативная модель использования резервов не только лишает экономику значительной доли доходов — в первую очередь она крайне уязвима с точки зрения сохранности этих резервов. На самом деле это консерватизм, оправданный только глупостью. То есть та самая «финансовая политика Буратино», о которой «Профиль» упоминал неоднократно. Вы удивитесь, но именно к тому же сводится анализ возможных последствий для России мирового финансового кризиса. Причина уязвимости — отсутствие суверенной финансовой системы, обладающей инструментами самозащиты. Показательно, что в этих условиях «наиболее эффективным средством предотвращения финансового кризиса в ближайшие месяцы» автор считает «масштабное вливание бюджетных средств в экономику перед выборами» — собственно, то самое, аккуратное, без раздувания пузырей, вливание ликвидности, о котором говорили президент и даже — не к ночи будет помянут — наш министр финансов.

Михаил Леонтьев, главный редактор

Главный редактор: Михаил Леонтьев
Главный художник: Сергей Пронин
Первый зам. главного редактора: Вениамин Гиндман
Заместители главного редактора: Алексей Зайко, Александр Зотиков
Заведующие отделами: Елена Давыдова (специпроект), Алексей Певчев (жизнь), Андрей Сорокин (политика), Дмитрий Старостин (репортажи)
Обозреватель при главном редакторе: Светлана Бабаева
Специальные корреспонденты: Антон Елин, Наталья Ширяева
Обозреватели: Мария Бжезинская, Владимир Емельяненко, Дмитрий Матвеев, Надежда Померанцева, Владимир Рудаков
Корреспонденты: Анна Горбашова, Наталья Соколова
Выпускающие редакторы: Ольга Жирнова, Андрей Виноградов
Литературные редакторы: Мария Киранова, Елена Мещерская
Корректоры: Ольга Белова, Людмила Фрейерова
Дизайн и верстка: Александр Попков, Светлана Корнеева
Бильд-редакторы: Илья Пронин, Светлана Свизова

ООО «Издательский дом Родионова»

Генеральный директор: Сергей Родионов
Издательский директор: Евгений Ю. Додолев
Финансовый директор: Владимир Колосов
Издательский директор группы гляцевых изданий: Владимир Помукчинский
Директор по распространению: Михаил Самохвалов
Директор производственной службы: Евгений Герасимов
Директор по информационным технологиям: Алексей Никулышин
Руководитель отдела иллюстраций: Александр Шпаковский
Главный бухгалтер: Наталья Симоненкова
Административный директор: Сергей Черепов

ООО «Глосси Пабблишинг»

По вопросам размещения рекламы обращаться:
(495) 745-84-02

Директор по рекламе журнала «Профиль»: Инга Раевская (inga@profil.orc.ru)
Вероника Милоянина (milyanina@profil.orc.ru), Елена Прошина (eproshina@profil.orc.ru), Елена Худосовцева (khudosovtseva@profil.orc.ru), Светлана Сырцова (sycrova@profil.orc.ru), Елена Безменова (ebezmenvova@idr.ru), Ольга Сичинава (osichinava@idr.ru), Татьяна Бычкова (bychkova@idr.ru)
Президент: Владимир Помукчинский
Зам. исполнительного директора: Григорий Нисимов
Руководитель отдела специальных проектов: Анна Страдинь
Директор по работе с агентствами: Юлия Семенова
Директор event-департамента: Анастасия Клименко
Ведущий специалист PR-службы: Вячеслав Юданов
Директор по маркетингу: Юлия Мартыненко
Главный бухгалтер: Юлия Безруклова

Отпечатано в ОАО «Можайский полиграфический комбинат» — 83 тыс. экз.

Адрес редакции: 109544, Москва, Б. Андроньевская, д. 17

Телефон: (495) 745-84-01, факс: (495) 678-52-05

website: <http://www.profil.ru>; E-mail: profil@orc.ru

Отдел распространения: (495) 745-84-27

Издание зарегистрировано Министерством РФ по делам печати,

телекоммуникаций и средств массовых коммуникаций,

свидетельство о регистрации ПИ №77-13521 от 20 сентября 2002 г.

Все права на материалы, опубликованные в номере,

принадлежат ООО «Издательский дом Родионова».

Передача без разрешения редакции запрещена.

При использовании материалов ссылка на «Профиль» обязательна.

Редакция не несет ответственности за достоверность

информации, содержащейся в рекламных объявлениях.

Посланные материалы не рецензируются и не возвращаются.

Журнал распространяется в салонах первого и бизнес-классов

авиакомпаний «Аэрофлот», «Сибирь» и «Домодедовские авиалинии»,

а также в вагонах СВ и повышенной комфортности

ОАО «Российские железные дороги».

© «Профиль» 2007

На обложке коллаж «ПРОФИЛЯ».



Стратегические фонды

■ АНДРЕЙ ВАВИЛОВ*

В ближайшее время России предстоит сделать свой выбор — способна ли она отстоять свое право голоса на мировом финансовом рынке и превратить свое богатство в способ решения долгосрочных стратегических проблем, или оно так и продолжит служить лишь гарантией душевного спокойствия властей.

На прошедшей на днях встрече министров финансов G-7 с участием представителей Китая и Саудовской Аравии обсуждали политику развитых стран в отношении государственных инвестиционных фондов (ГИФ). Тема ГИФов и отношения к ним оказалась на острие дискуссий в последнее время, особенно в мировых финансовых СМИ, не случайно. Причина — в беспрецедентном росте этих фондов, аккумулирующих избыточные экспортные доходы России, стран Азии, Ближнего Востока и других регионов мира. Они наращиваются с темпом более 20% в год, превысив к началу 2007 года в суммарном размере

* Директор Института финансовых исследований, первый заместитель министра финансов России с 1994 по 1997 год.



вариантами размещения избыточных государственных капиталов. Ранее официальные инвесторы были представлены консервативными центральными банками, которые предпочитали низкорисковые или безрисковые инструменты. Государственные средства обычно вкладывались в госбумаги развитых стран либо хранились там же на банковских счетах. Такое спокойное существование всех вполне устраивало, пока не выяснилось, что ряд государств решил выйти на мировой рынок капитала с большими деньгами, чтобы зарабатывать по-настоящему, не ограничиваясь мизерными отдами. Первая реакция на новых активных игроков, в основном со стороны западных политиков, была крайне негативной. В части стран Европы и в США была инициирована подготовка антилиберальных протекционистских законопроектов, которые позволяли искусственно ограничивать возможности инвестиций для «новичков» из-за рубежа.

Главные аргументы, выдвинутые против ГИФов, такие: они имеют некоммерческие интересы, непрозрачны и представляют угрозу национальной безопасности. Доли в компаниях могут приобретаться ради доступа к секретной информации либо для политического давления на страну-реципиента. Эти не основанные на фактах обвинения особенно популярны в отношении России и Китая. В Европе в дополнение к «шпионским» страшилкам о роли ГИФов против них выдвигаются и дополнительные обвинения. В частности, ведутся разговоры об угрозе ренационализации из-за рубежа. Мол, зачем было проводить приватизацию в 80–90-х годах, если собственность опять переходит к государству, но только теперь к чужому.

На самом деле политики на Западе еще не выработали новую стратегию и на всякий случай заняли превентивную оборонительную позицию. Их действия носят, скорее, предупредительный характер, сигнализируя, что любые попытки стратегического инвестирования будут жестко контролироваться властями. Последние по своему выбору будут решать, кого пускать, а кого нет, причем на первом месте среди нежелательных стран с ГИФами, вероятнее всего, окажутся Россия и Китай.

Крен в сторону протекционизма на рынках капитала по времени совпал с недавними финансовыми потрясениями. Впервые за многие годы кризис был порожден на развитых финансовых рынках и там же нанес наибольший ущерб. Раз-

вивающиеся страны проблем практически не ощутили, в отличие, скажем, от Австралии и Великобритании.

Прямо или косвенно все это свидетельствует о том, что модель мировой финансовой системы, существовавшая последние пятнадцать-двадцать лет, начинает устаревать. Раньше богатые страны помогали бедным для поддержания общей стабильности. Теперь не очень понятно, какие государства надо относить к богатым, а какие — к бедным. Некоторые из тех, кто сейчас вкладывает десятки и сотни миллиардов долларов в зарубежные активы, еще несколько лет назад остро нуждались в международной финансовой поддержке.

В поисках роли

Руководство МВФ уже осознало наступление новой эпохи в финансовом мире и приступило к поискам новой роли в изменившемся мире. С одной стороны, стран, нуждающихся в поддержке, например в Африке, не стало меньше, по сути, для них переходный период еще не начался. С другой стороны, некоторые государства Азии, ранее получавшие финансовую помощь, теперь способны сами кредитовать кого угодно и даже учредить свой собственный МВФ-2, если возникнет такая надобность. Обеспокоенность международных финансовых организаций своими ближайшими перспективами вполне понятна. Если нет нужды в финансовых ресурсах, чтобы поддерживать макроэкономическую стабильность, значит, следует поставить новые масштабные задачи. Например, можно попытаться занять пока еще вакантное место МВФ-2, предложив услуги координирующего органа для суверенных фондов.

Почему такая функция может быть востребована? Прежде всего потому, что из-за бурного развития глобального рынка капиталов назрела необходимость в упорядочивании отношений между его участниками.

В отличие от мирового рынка товаров рынок капиталов находится, по сути, на ранней стадии эволюции. Глобальная финансовая либерализация началась не так давно — в 80-е годы. Появление новых игроков увеличивает сложность, а следовательно, снижает устойчивость еще не вышедшей из периода своего формирования системы рынков капитала. В этой ситуации адаптация нынешних правил к новым обстоятельствам

\$3 трлн, что двукратно превосходит общую величину хедж-фондов. С последними ГИФы схожи в очень активном поведении на мировом рынке капитала, не подпадающем под регулятивные ограничения. Есть различные прогнозные оценки динамики ГИФов, но все они сходятся в том, что в ближайшее десятилетие суммарный объем средств, находящихся под их контролем, увеличится в 5–10 раз.

Новые игроки

Выход на глобальную финансовую сцену новых игроков не мог остаться незамеченным отнюдь не только благодаря их быстрому росту. Основное внимание привлекли методы их работы, которые имеют мало общего с традиционными

ГЛАВНАЯ ТЕМА**ИНВЕСТИЦИИ**

Сделка под государственным запретом

Истории покупок инвесторами из государств третьего мира крупных активов в развитых странах почти всегда сопровождаются ожесточенным сопротивлением государственных органов Запада. Чаще всего государство выигрывает, загнав иностранного покупателя в угол требованиями и запретами. Последнему остается лишь отказаться от сделки, сославшись на многочисленные бюрократические препоны, а иногда и явное противостояние властей. Крупные скандалы нескольких последних лет особенно ярко иллюстрируют эту тенденцию. Например, два года назад китайская государственная нефтяная компания CNOOC вынужденно отказалась от приобретения американской нефтяной корпорации Unocal за \$18,5 млрд. В качестве причины отказа китайцы называли активное противодействие американских законодателей. Ситуация настолько испугала американских сенаторов, что уже в 2006 году они внесли поправку в закон об энергии, представленный президентом Бушем. Согласно ей, любое поглощение китайской компанией американской нефтяной корпорации требует рассмотрения в течение как минимум 120 дней. Параллельно с этим бушевал еще один скандал, связанный с покупкой компанией Dubai Ports World (DPW) из Объединенных Арабских Эмиратов британской портовой компании P&O, которая владела шестью крупнейшими американскими портами на Восточном и Юго-Восточном побережье США. Британские власти, впрочем, тоже не были в восторге от этой сделки, несмотря на внушительную сумму в \$6,85 млрд, которую арабы предлагали за компанию. По сути, покупка состоялась только благодаря решению британского суда, который разрешил эмиратской компании купить английского портового оператора. Однако тут подключились американские конгрессмены, которые узрели в этом возможность ослабления национальной безопасности США. В качестве одного из аргументов сенаторы упирали на тот факт, что двое террористов, которые были среди угонщиков самолетов, совершивших теракт 11 сентября, являлись гражданами как раз ОАЭ. Ожесточенный конфликт по поводу этой сделки между администрацией Белого дома, опасавшейся дурного резонанса в арабском мире, и Сенатом, активно разыгравшим карту арабофобии, закончился поражением дубайских инвесторов. В том же 2006 году арабы продали зловещие американские порты инвестиционной группе AIG Global Investment Group.

Не меньший скандал спровоцировало этой весной учреждение Китайской инвестиционной корпорации, которая в качестве первого актива за \$3 млрд приобрела 9,9-процентный пакет американской инвестиционной компании Blackstone Group L.P. Чтобы остановить волну хлынувшей критики, Китаю пришлось заявить, что он отказывается от голосов, которые дают эти акции.

В июле азиаты пытались поучаствовать в самой крупной банковской сделке в истории. Во время борьбы за право покупки старейшего голландского банка, ABN Amro, английский Barclays, чтобы позволить себе столь масштабную покупку, собирался продать 3,1% своих акций за 2,2 млрд евро китайскому Банку развития, а еще 2,1% за 1,4 млрд евро — государственной сингапурской инвестиционной компании Temasek. В случае удачного завершения сделки азиатские инвесторы планировали вложить еще 9,8 млрд евро, и тогда доля китайского правительства в ABN Amro составила бы 7,7%, а Temasek — более 3%. Однако акционеры голландского банка были от этого далеко не в восторге. Поэтому, несмотря на все усилия Barclays и его партнеров, в октябре покупателем ABN Amro стал консорциум банков во главе с шотландским Royal Bank of Scotland (RBS). Помимо него в консорциум вошли испанский Santander Hispano и голландско-бельгийский Fortis.

Последняя крупная сделка, которая сейчас балансирует на грани, тоже относится к финансовому сектору. В начале года в борьбе за шведского биржевого оператора OMX, управляющего биржами стран Скандинавии и Балтии, схлестнулись госкомпания Borse Dubai из ОАЭ и катарская QIA. Третьим в гонке стал американский биржевой оператор NASDAQ. После ряда маневров поле боя осталось за дубайской компанией и NASDAQ. По соглашению между ними дубайцы выкупили OMX, а затем передали право собственности на нее американской бирже в обмен на 19,9% ее акций и 28% акций Лондонской фондовой биржи (LSE), которыми сейчас владеет NASDAQ. Однако 20 сентября, в день совершения сделки, в дело вмешался американский Сенат. Члены Конгресса от партии демократов потребовали, чтобы эта сделка подверглась тщательному изучению на предмет национальной безопасности. Требования Сената поддержал и президент Буш.



Попытка дубайских инвесторов получить контроль над американскими портами лишь усилила арабофобию в США

приобретает критически важное значение для будущего. Очевидно, что действия сторон должны соответствовать общему для всех кодексу благоразумного поведения. Необходимо упорядочить международные стандарты регулирования, которое в последние годы в значительной мере уступило свою роль рейтинговым агентствам. Вопрос об адекватности последних и их ответственности встал достаточно остро, особенно в свете последних кризисных событий.

Новые общие правила

В непосредственной связи с формированием и адаптацией системы регулирования глобальных рынков капитала находится и вопрос прозрачности. Претензии на этот счет особенно часто предъявляют в адрес новых участников рынка — ГИФов. Однако логика, лежащая в основе подобных обвинений, страдает одним серьезным изъяном. Никаких консенсусных критериев прозрачности, адекватных изменившимся условиям, в настоящее время не существует. Их только предстоит выработать. А чтобы они начали работать нормально, они должны быть взаимовыгодны как для инвесторов, так и для реципиентов.

Чтобы эффективно решать подобные проблемы, нужно создать новые международные механизмы согласования интересов. В их основу необходимо заложить те же базовые принципы, что действуют в рамках ВТО, — обоюдность и недис-



ректную аргументацию защитных мер следует исключить.

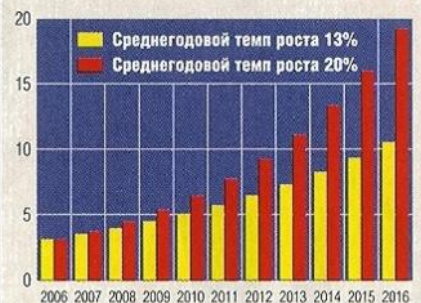
Финансовая ОПЕК

Инициаторами модернизации глобальной финансовой модели могли бы стать страны—держатели ГИФов, поскольку они в этом заинтересованы. В качестве первого шага имеет смысл объединить усилия, причем Россия с ее богатым дипломатическим опытом и влиянием могла бы инициировать начало интеграционного процесса.

Насущной задачей новой организации была бы координация шагов в политической сфере, а в будущем возможно даже согласование действий национальных инвестфондов на финансовых рынках. Основой для подобной координации в первую очередь служит схожесть задач, стоящих перед ними. В частности, обеспечение долговременной стабильной отдачи вложений. В отдельных случаях они могли бы разделить рыночные сферы влияния, договариваясь о стратегическом инвестировании. Таким путем можно было бы минимизировать взаимный ущерб и, кроме того, усилить давление на страны-реципиенты, проводящие протекционистскую политику. Попытки крупных сделок, даже в случае неудачи, не проходят бесследно: вводя те или иные запреты, западные государства наносят ущерб репутации своих же собственных рынков, что негативно скажется на доверии инвесторов. Скоординированные и последовательные действия в результате заставят страны-реципиенты пойти на уступки.

Наличие общих интересов у стран—держателей ГИФов усилит их позиции в переговорном процессе с западными партнерами. Что касается перспектив мирового рынка капитала, то лучше до-

Прогнозная динамика капитала государственных инвестиционных фондов (\$ трлн)



Источник: Bank for International Settlements, Deutsche Bank Research.

говариваться на многосторонней основе, чем отвечать на запреты деструктивными односторонними мерами. Это путь к дезинтеграции и торговым войнам, которые в XXI веке недопустимы. Развивающимся странам необходимо полноценное участие в мировых финансовых рынках, точно так же как и развитым уже не обойтись без рынков развивающихся, содержащих основные потенциальные источники будущих прибылей.

Государственный горизонт

Выгодный внешнеполитический контекст, обеспеченный формированием общей координирующей структуры национальных ГИФов, мог бы серьезно стимулировать и рост интереса России к эффективному инвестированию государственных средств на мировых финансовых рынках.

Речь идет прежде всего о Стабфонде, который со следующего года трансформируется в Нефтегазовый фонд России. Несмотря на принятые изменения, кото-

криминационность защитных мер. Можно кого-то не пустить на внутренний рынок капитала, но по объективным формальным критериям и при условии неизбежных и адекватных ответных мер. На Западе озвучивались довольно откровенные высказывания, например, что нет ничего страшного в покупке Катаром крупнейшей британской розничной сети Sainsbury, но вот приобретение «Газпромом» трубопроводов в Европе следует заблокировать только потому, что оно санкционировано президентом Путиным («Газпром» — не ГИФ, но пример актуален). Это и есть дискриминация, причем даже не по политическим, а по каким-то персональным мотивам. В новой модели международного рынка подобную некор-

Крупнейшие суверенные фонды мира (размер свыше \$100 млрд)

Страна	Фонд	Размер (\$ млрд)	Год создания	Базовые доходы
ОАЭ	ADIA	875	1976	Нефть
Сингапур	GIS	330	1981	Несырьевые
Сингапур	Temasek	108	1974	Несырьевые
Норвегия	Global	340	1990	Нефть
Саудовская Аравия	Разные	300	Нет данных	Нефть
Китай	CIC	200	2007	Несырьевые
Китай	CHI	100	2003	Несырьевые
Кувейт	KIA	250	1953	Нефть
Гонконг	HKMAIP	140	1998	Несырьевые
Россия	Стабфонд	132	2003	Нефть + газ

Источник: Deutsche Bank Research, Abu Dhabi Investment Authority, Government of Singapore Investment Corporation, China Investment Company Ltd., Central Huijin Investment Corp., Kuwait Investment Authority, Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio.

Глобальные финансовые активы (\$ трлн, 2005 год)

Хедж-фонды	1,4
Суверенные фонды	3,1
Резервы (исключая золото)	4,2
Страховые компании	16
Пенсионные фонды	17,9
Инвестиционные фонды	21
Государственные ценные бумаги	23,4
Корпоративные ценные бумаги	36,3
Капитализация фондового рынка	42
Мировой ВВП	45
Банковские активы	63,5

Источник: Deutsche Bank Research.



▲ Создание координирующего органа национальных инвестиционных фондов будет важным этапом в борьбе с протекционизмом на глобальном рынке капитала

рых мы коснемся ниже, остается открытым вопрос о принципах оптимального управления этим фондом.

Очевидно, что всякое эффективное управление должно преследовать определенную цель, которая должна быть ясно сформулирована. Когда задана цель, то выстраивается стратегия действий, в том числе в области финансовой политики. Без целеполагания невозможно вообще обсуждать критерии эффективности и оценивать результаты деятельности государственных органов.

Государство отличается от других участников (домохозяйств, частных компаний) тем, что для него горизонты приня-

тия решений должны быть существенно шире, а цели более долгосрочными.

Оно должно принимать в расчет интересы не только нынешних, но и будущих поколений. Долговременный подход должен быть основой экономического управления вообще и финансового управления в частности.

На самом деле Минфин пытается расширить горизонты принятия решений. Переход к трехлетнему бюджету — правильный шаг. Однако по-прежнему не сформулированы долгосрочные целе-

вые показатели, необходимые для управления финансовыми активами и обязательствами государства. Эти показатели должны, в свою очередь, исходить из важнейших долговременных задач, стоящих перед страной.

Ключевым дискуссионным вопросом последних нескольких лет является вопрос об эффективном использовании Стабфонда. Сохраняя основную его часть в виде финансового резерва размером 10% ВВП, российское правительство исходит из необходимости подстраховки федерального бюджета от резких падений цены на нефть. Если цена окажется ниже некоторого порогового уровня, то текущие расходы бюджета будут финансироваться из Резервного фонда.

Почему Резервный фонд такой большой? С точки зрения правительства, это необходимо, чтобы обеспечить стабильность финансирования расходов на протяжении ряда лет (от 5 до 10 лет, в зависимости от значений ежегодного фискального разрыва) при долговременном ухудшении внешней конъюнктуры.

В таком подходе есть своя логика, основанная на желании полностью устранить краткосрочные риски для бюджета. Однако этот подход не отвечает долговременным целям финансового управления. Накопленные государством активы

позволяют в полной мере обратиться к решению важнейших проблем долговременного стратегического значения, не ограничиваясь несколькими годами. По сути, в нынешнем виде финансовая стратегия государства неэффективна и должна быть серьезно пересмотрена. Однако даже в рамках нынешней государственной стратегии есть резерв для повышения эффективности управления той частью активов Минфина, которую предполагается инвестировать в глобальный портфель ценных бумаг в виде Фонда национального благосостояния (ФНБ).

Портрет на фоне

Прежде чем сформулировать целевой подход к управлению активами государства, охарактеризуем вкратце ситуацию с российскими активами в глобальном аспекте.

На начало сентября 2007 года Стабфонд составил 3,4 трлн рублей (\$132 млрд), или 11% ВВП, прогнозируемого на текущий год.

Много это или мало? На этот вопрос нет однозначного ответа. Необходимо сравнить Стабфонд с суверенными фондами других стран, а также с активами мирового финансового рынка.

Среди суверенных фондов — а их более 40 — Россия на 8-м месте, то есть потенциально является достаточно крупным участником (см. с. 23). Общий размер суверенных фондов, напомним, составляет \$3,2 трлн, из которых \$2,15 трлн приходится на нефтяные фонды. Примерно половина из всех фондов была создана относительно недавно, в 1990—2000-е годы.

Однако в масштабах мировых финансовых рынков общий размер суверенных фондов пока невелик. Так, их совокупные активы почти в 20 раз меньше глобальных банковских активов (\$63,5 трлн) и почти в 6 раз отстают от суммарного размера пенсионных фондов (\$17,9 трлн). В чисто количественном выражении это пока небольшой сегмент глобального финансового рынка.

Тем не менее, как отмечалось выше, суверенные фонды уже играют в мировой финансовой системе особую роль. Во-первых, на международных финансовых рынках инвестируется лишь незначительная доля активов той или иной страны. Суверенные же фонды инвестируются в зарубежные активы целиком. Во-вторых, суверенные фонды, в отличие от центральных банков, чья доля в глобальных активах несколько выше,

ГЛАВНАЯ ТЕМА

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ



практикуют более «агрессивные» инвестиционные стратегии.

Отметим, что степень «агрессивности» конкретного ГИФа практически напрямую зависит от их структуры, размеров и регулятивных стандартов деятельности, определяемых национальными правительствами. В этой связи важное значение имеют изменения, которые в ближайшем будущем произойдут в структуре российского Стабфонда. Как известно, с февраля 2008 года он разделится на две части: Резервный фонд (РФ), страхующий бюджет, и Фонд национального благосостояния (ФНБ), который будет играть роль государственного инвестиционного фонда. Размер РФ запланирован в объеме 10% ВВП, или 3,12 трлн рублей (\$122 млрд), по оценке на начало 2008 года. В отличие от РФ объем отчислений в ФНБ в абсолютных цифрах не зафиксирован. Формироваться он будет как остаток после перечисления нефтегазового трансферта в не-нефтяной бюджет и пополнения Резервного фонда. При этом увеличение ФНБ будет происходить лишь при условии, что цена нефти окажется не ниже определенного порога (назывались цифры \$50—52 за баррель).

Исходя из этой формулы, прогноз объема ФНБ на начало 2008 года составляет 0,75—1 трлн рублей (порядка \$30—40 млрд). То есть мы имеем наиболее вероятное соотношение РФ и ФНБ к началу 2008 года как 4:1. Такая пропорция, очевидно, определяется стремлением обеспечить стабильность текущих бюджетных расходов в течение нескольких лет. В то же время подобный подход явно не удовлетворяет долговременным целям финансового управления.

Активный резерв

Заметный перекося в пользу бюджетного резерва в российской модели финансового управления заметно контрастирует с опытом других стран, являющихся крупными экспортерами нефти и имеющими крупнейшие суверенные фонды.

Чаще других в качестве примера приводится норвежский опыт, о котором доступен максимум информации благодаря действующим в стране стандартам прозрачности. Первое, что нужно отметить: нефтяной фонд в Норвегии не разделен, как в России, на «резервный» и «инвестиционный» сегменты. Весь дополнительный доход, получаемый бюджетом за

счет продажи нефти, направлялся и направляется в единый инвестиционный фонд, который недавно был трансформирован в пенсионный фонд Норвегии Global (см. с. 26). Его рыночная оценка на конец первого полугодия 2007 года составила \$340 млрд, или 130% ВВП (для справки: население Норвегии составляет 4,3 млн человек, то есть в расчете на каждого жителя страны приходится в среднем \$80 тыс. фонда; в России объем средств в ФНБ на душу населения, ожидаемый к началу 2008 года, пока лишь около \$250).

С точки зрения структуры активов фонд Global сформирован из портфелей акций и инструментов с фиксированной доходностью. До недавнего времени пропорция между ними составляла 40% : 60%. Однако весной текущего года было заявлено об установлении зеркальной пропорции: 60% — акций и 40% — облигаций. К этому серьезному шагу норвежцев подтолкнули чисто рыночные обстоятельства: для поддержания прежней пропорции в условиях роста котировок акций пришлось бы продавать акции и покупать облигации. Выбор осторожных северян в пользу более активной инвестиционной позиции



Высокий берег
КОТТЕДЖНЫЙ ПОСЕЛОК



на правах рекламы

Поднимись над суетой

- Новорижское шоссе, Истринское водохранилище
- Авторская архитектура
- Коттеджи (250, 300, 350, 400, 500 м²)

- Продуманная инфраструктура
- Центральные коммуникации
- Песчаные пляжи, зона отдыха
- Безопасность

657 8686 | 790 3344

Структура активов норвежского пенсионного фонда Global



Источник: NorgesBank.

и новой структуры портфеля не случаен. Это в значительно большей степени соответствует долговременным задачам фонда — обеспечить гарантированную доходность и безопасность инвестиций. С учетом принятых изменений доля корпоративных бумаг в портфеле Global увеличилась до 80%. Важной страховкой при этом служит максимальная диверсификация активов — в портфеле фонда акции и облигации более 3500 эмитентов. Кроме того, управление рисками фонда Global осуществляется с помощью специального страхового фонда размером \$2,8 млрд.

Примерно такими же, как в фонде Global, пропорциями equity/fixed income, по некоторым данным, характеризуются нефтяные фонды арабских стран. Так, соотношение акций и долговых бумаг в крупнейшем в мире нефтяном фонде Абу Даби ADIA — приблизительно 50% : 50%.

На этом фоне российская модель финансового управления выглядит по меньшей мере архиосторожной. Даже если ФНБ будет поделен между акциями и долговыми инструментами хотя бы

в умеренной пропорции — 50% : 50%, то доля акций в общем Нефтегазовом фонде России составит всего лишь 10—15%.

Мобилизационные вопросы

Низкая доля недолговых инструментов в общем суверенном фонде России отнюдь не единственный повод еще раз задуматься над оптимальностью выбранной российским правительством финансовой стратегии. Серьезные сомнения в своей обоснованности внушают и другие принципы, лежащие в ее основе.

Во-первых, резерв в 10% ВВП был изначально создан в качестве подушки безопасности, на случай резкого изменения мировой конъюнктуры и финансового кризиса. С одной стороны, РФ боится бюджет от снижения налоговых поступлений. С другой стороны, этот же фонд рассматривается как резерв государства для антикризисных действий. Но в последнем случае возможности использования РФ ограничены, так как возможный в будущем финансовый кри-

Доля акций в активах крупнейших мировых нефтяных фондов

Название	Доля акций (%)	Размер (\$ млрд)
ADIA (ОАЭ)	Около 50	875
Global (Норвегия)	60	340
KIA (Кувейт)	> 50	250
QIA (Катар)	> 50	40

Источник: RGE Monitor, DB Research.

зис, скорее всего, пойдет по сценарию, в корне отличному от 1998 года (имеющиеся риски: пузырь рынка недвижимости, долговой навес в корпоративном секторе, угроза банковского кризиса). В этом случае огромные ликвидные резервы государства могут оказаться не так уж нужны для антикризисных мероприятий. Кроме того, американский кризис ипотеки и ликвидности на финансовых рынках показал, что использование бюджетных средств для спасения банкротов (домохозяйства, ипотечные компании, хедж-фонды, строительные фирмы и др.), в том числе прямо или косвенно виновных в происшедшем, было бы принципиально неверным решением.

Во-вторых, говоря об обеспеченности российского государства финансовыми резервами, надо принимать во внимание общие валютные активы, то есть официальные резервы Банка России, частью которых является Стабфонд (часть пассивов ЦБР). Общая структура валютных активов и так крайне консервативная. В этой связи ведущими экономистами (например, Лоуренсом Саммерсом) выдвигались рекомендации об изменении структуры официальных валютных резервов, особенно для государств, накопивших большие объемы.

В-третьих, хранение ликвидных резервов — это проблема в гораздо большей степени Центробанка, а не Минфина. В принципе, запас ликвидных средств нужен Центробанку для обеспечения денежной массы и предотвращения спекулятивных атак. Ликвидные резервы играют ключевую роль, когда национальная валюта переоценена, что имело место в 1995—1997 годах (хотя действия ЦБР по защите рубля «любой ценой» в 1997—1998 годах были ошибочными — лучше было пойти на своевременную девальвацию).

Сейчас рубль, скорее, недооценен (с учетом потенциального притока капитала), и угрозы девальвации не предвидится на годы вперед. Вообще, на повестке дня должен быть вопрос о переходе

Без реформы пенсионной системы нынешнее поколение россиян окажется неконкурентоспособным



ИНТЕРПРЕСС/PHOTOPRESS.RU

к плавающему курсу, что снимет проблему перенакопления валютных резервов (и инфляционного давления).

И наконец, важный политико-экономический аргумент: ликвидный Резервный фонд был и остается потенциальным «пирогом» для лоббистских групп. Средства этого фонда легко изъять, если вдруг возникнет «неотложная» потребность, даже если цены на нефть будут выше порога в \$50 за баррель. Причем соблазн «поправить» порог изъятия будет увеличиваться прямо пропорционально росту объема средств в этом фонде.

Если у государства в наличии огромные деньги, то давление на увеличение расходной части будет все больше нарастать. Всегда можно внести законодательные поправки, открывающие Резервный фонд для «неотложных», «стратегических» и тому подобных нужд.

Нечто подобное происходило в 1996—1997 годах, когда был открыт рынок внутреннего госдолга для нерезидентов. У властей создавалась иллюзия обеспеченности финансовыми ресурсами, которая не в последнюю очередь повлияла на принятие высокодефицитных бюджетов в 1997 и 1998 годах и кризисный исход.

Фактор отрицательной мотивации (моральный риск) очень важен и должен также приниматься в расчет.

С этой точки зрения лучше хранить средства Минфина в менее ликвидных (но тем самым защищенных от лоббистов) активах, приносящих высокий долговременный доход.

Пенсионный проект

Сегодня, несмотря на принятие трехлетнего бюджета, финансовое управление остается подчиненным текущим фискальным задачам. Главная задача государства, на случай негативного изменения мировой конъюнктуры, формулируется как поддержание неизменных текущих расходов бюджета.

Однако использование Нефтегазового фонда для страхования текущих расходов в ущерб решению долговременных стратегических задач противоречит самому характеру и целям этого фонда, предназначенного для будущих поколений.

Можно предложить много вариантов использования средств, имеющих отношение к судьбе этих поколений и к долговременному развитию экономики, — строительство дорог, образование

или перспективные проекты — нанотехнологии, альтернативная энергетика, машиностроение и т.д., Безусловно, каждый из подобных проектов важен сам по себе. Но их не один десяток, и использовать стратегический резерв для их реализации — это верная дорога к распылению средств и новому витку лоббизма.

Гораздо правильнее было бы превратить наш Нефтегазовый фонд в работающий и приносящий доход механизм, и начать выстраивать его можно даже в тесных рамках ФНБ.

Долговременная активная стратегия должна формулироваться на основе некоторой долгосрочной задачи государства, определяющей цель финансовой политики. В качестве примера рассмотрим проблему реализации пенсионной реформы в России. Во-первых, она наиболее важна не только в социальном аспекте, но и для будущего развития всей экономики. Во-вторых, реализация пенсионной реформы задает достаточно четкие и прозрачные целевые ориентиры для долговременной финансовой политики.

ГЛАВНАЯ ТЕМА

ИНВЕСТИЦИИ

PROFILE.RU
на правах рекламы



PROFYLE.RU



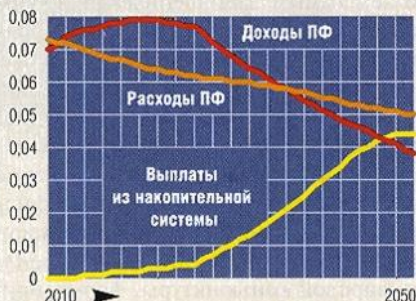
ЕЖЕДНЕВНО ЭЛЕКТРОННАЯ ВЕРСИЯ ДЕЛОВОГО ЕЖЕНЕДЕЛЬНИКА «ПРОФИЛЬ»

НОВОСТИ
ФОТОРЕПОРТАЖИ
ОНЛАЙНЫ
АРХИВ
РЕКЛАМА
ПОДПИСКА
О ЖУРНАЛЕ

Пенсионная реформа, нацеленная на переход к накопительной системе, — это сверхзадача для российской экономики. Почему она важнее других? Потому что решает сразу три проблемы. Во-первых, снижение демографической нагрузки на работающие поколения при условии нормального пенсионного обеспечения будущих поколений. Во-вторых, сокращение фискального бремени, без чего Россия не сможет конкурировать, например, с Китаем, где у государства практически нет пенсионных обязательств, и другими странами, перешедшими к накопительной системе. Если Россия не окажется в их числе, то у нее будет крайне мало шансов в международной конкурентной борьбе. И в-третьих, переход к накопительной пенсионной системе даст мощный импульс развитию финансовых рынков в России, что очень важно для продолжения устойчивого экономического роста.

Ключевая роль государства при проведении пенсионной реформы должна была заключаться в организации переходного процесса и в решении принципиальных проблем, главная из которых —

Динамика фискального разрыва при 10-процентной реальной доходности на пенсионные активы



Пояснение. Даже при начальных размерах ФНБ в 3% ВВП эффективное финансовое управление закрывает 1/4 будущего фискального разрыва без дополнительных бюджетных трансфертов в данный фонд.

Источник: Институт финансовых исследований.

неравномерная нагрузка на различные поколения. Молодые должны продолжать финансировать обязательства перед старыми в рамках распределительной системы, накапливая при этом собственные пенсии.

Это значит, что молодым необходима поддержка со стороны государства, иначе в пенсионной системе возникает огромный финансовый разрыв (приведенная оценка — 50—75% ВВП). Важнейшей задачей долговременного финансового управления является проблема закрытия данного разрыва. Активы государства, и в первую очередь Нефтегазовый фонд, должны были быть нацелены на решение именно этой проблемы.

Когда пенсионная реформа планировалась и начиналась, речь могла идти только об использовании долговой политики (хотя из-за кризиса 1998 года эти аргументы казались неактуальными). Сейчас же, благодаря накопленным финансовым ресурсам, возможностей для обеспечения переходного процесса гораздо больше. Они должны быть эффективно использованы государством.

Расчеты показывают следующее. Для закрытия фискального разрыва в 50% ВВП к 2022 году (через 15 лет) при среднегодовом темпе роста ВВП на душу населения в 5% и реальной доходности активов ФНБ в 15% необходимо вложить в этот фонд 12% ВВП, или пример-

(495) 542-48-67
многоканальный



РЕКЛАМНАЯ СЕТЬ

www.rseti.ru

ПОДМОСКОВЬЯ

Мы являемся крупным собственником рекламных конструкций: магистральные щиты, перетяжки, брандмауэрные панно, панель-кронштейны, динамические конструкции (тривижн), суперсайты. Сеть рекламных конструкций «РСП» охватывает значительную часть Москвы и всю Московскую область.

«Рекламная Сеть Подмосковья» предлагает полный перечень услуг, связанных с размещением наружной рекламы: изготовление дизайн-макетов, печать плакатов, непосредственно размещение, предоставление фотоотчета, мониторинг технического состояния конструкций.



но \$140 млрд (по текущему курсу). Таким образом, инвестирование средств всего Стабфонда в ФНБ с 2008 года решило бы проблему без последующих дополнительных трансферов из бюджета.

Однако реалистичнее исходить из существующего положения дел, означающего, что на средства ФНБ будет выделено не более 3% ВВП. Но даже при таком ограничении эффективное финансовое управление на основе долговременных целевых ориентиров позволит закрыть фискальный дефицит в 13% ВВП, что составляет примерно четверть потенциального разрыва без дополнительных бюджетных трансферов.

Стратегический выбор

Как показывают исследования ИФИ, достичь этой цели вполне реально. По сути, речь идет о динамическом обобщении стандартной задачи эффективного портфеля — минимум волатильности при заданной ожидаемой доходности.

Анализ модели с учетом конкретных условий ее реализации показывает, что возможны две стратегии управления, каждая из которых определяется прогнозами фискальной власти на будущее и диктует соответствующую для каждого периода времени оптимальную портфельную структуру ФНБ по уровням риска/доходности.

Первую стратегию следует реализовывать, если прогнозы на далекое будущее (подчеркнем, что речь идет о вполне определенном отрезке времени) у власти довольно пессимистичные, а вот в ближайшую перспективу она смотрит с большей уверенностью. В этом случае доля рискованных вложений должна быть выше именно в начальный период инвестиций. Соответственно, в этот период отдачи и ожидаемый прирост активов также будут высокими. Со временем, по мере приближения к прогнозируемому периоду затруднений, доля рискованных вложений в активах должна снижаться параллельно с приростом активов. Для наглядной иллюстрации можно сравнить эту стратегию с игрой в гольф, когда на первых шагах делаются сильные удары с большим разбросом, а в конце — более слабые для точного попадания в цель.

Если власть, напротив, считает, что процветание стране уже гарантировано на вечные времена, только бы проскочить пару трудных лет впереди, то доля рискованных вложений должна быть низкой в начальный период. При таких прогнозах снижение текущей волатильности оказывается намного предпочтительнее, поэтому рискованных вложений на начальном этапе избегают.

Из анализа модели следует важный вывод: если стоит задача выйти на целевой уровень ФНБ за конкретный период времени (скажем, в 10–15-летнем интервале), то для дальновидной власти доля рискованных вложений должна быть максимальной, а уже в последующие годы постепенно снижаться.

До сих пор российское правительство стремилось действовать прямо противоположным образом. Задан резерв в 10% ВВП, а рисковая часть Нефтегазового фонда будет расширяться со временем, но только если цены на нефть не снизятся и сохранится профицит бюджета.

Это означает одно из двух: либо фискальная власть недальновидна, то есть фактически ее мало заботит будущее развитие России, либо действует неоптимально (из-за нежелания идти на краткосрочный риск).

Неоптимальность финансовой стратегии власти означает, что она не сможет обеспечить целевой уровень активов (то есть уровень долговременной доходности), либо обеспечить его, но ценой неоправданно высокого риска в будущие периоды.

НОВЫЙ ЖИЛОЙ КОМПЛЕКС



ЭКОПАРК «ЛОСИНЫЙ ОСТРОВ»



ПРИРОДНЫЙ ЗАПОВЕДНИК

- жилой комплекс расположен в самом зеленом районе города, на границе легендарного национального парка «Лосиный остров»

ЭКОТЕРРИТОРИЯ

- на охраняемой территории — экосады с редкими сортами растений, очищающих воздух. Трехуровневый подземный паркинг с автостоянкой

СТИЛЬ ЖИЗНИ - FITNESS

- спортивно-оздоровительный комплекс: тренажерный зал и универсальный спортивный зал для активных игр, сауны, экокафе

ГАРМОНИЯ РАЗВИТИЯ

- детский клуб: игровая комната, профессиональные педагоги, развивающие игры и спортивные занятия с детским тренером в фитнес-центре

ИННОВАЦИОННЫЕ ЭКОТЕХНОЛОГИИ

- энергоэффективный и ресурсосберегающий дом, экологически чистые материалы с повышенными теплоизоляционными свойствами, максимальное использование естественного освещения

ВОЗМОЖНОСТИ ВЫБОРА

- квартиры от 44 до 134 кв. м со свободной планировкой, панорамными окнами и эркерами, ориентированные на 2-3 стороны света