

ВЗАИМОСВЯЗЬ ФИСКАЛЬНОЙ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Анализ альтернативных способов управления средствами СФ РФ

Алексей УЛЮКАЕВ

доктор экономических наук, профессор,
Первый заместитель Председателя
Банка России

Павел КАДОЧНИКОВ

кандидат экономических наук,
руководитель Научного направления
«Реальный сектор» ИЭПП

Павел ТРУНИН

кандидат экономических наук,
заведующий лабораторией
денежно-кредитной политики
Научного направления
«Макроэкономика и финансы»

Ойковочнн . Полтнкн

ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ • ΡΟΛΙΤΙΚΗ

П р а к т и к а

В России в настоящее время функционирует Стабилизационный фонд, созданный в 2004 году. До сих пор данный фонд успешно выполняет функцию стерилизации избыточной ликвидности, поступающей в РФ в результате очень благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры. В то же время в последние годы все более очевидной становится необходимость модернизации существующего механизма деятельности фонда — для обеспечения стабильного развития экономики России в долгосрочном периоде.

Для того чтобы обеспечить оптимальное сочетание эффективного использования бюджетных ресурсов с гарантированной долгосрочной макроэкономической стабильностью, в 2008 году в России будет осуществлен переход от функционирования Стабилизационного фонда к более сложному механизму управления нефтегазовыми доходами, который предполагает создание двух фондов: Резервного, предназначенного для замещения выпадающих доходов бюджета в случае снижения цен на нефть, и Фонда будущих поколений, призванного обеспечивать долгосрочную бюджетную сбалансированность. В подобной ситуации автоматически встает вопрос о наиболее эффективных способах управления средствами Фонда будущих поколений и использования этих средств. В связи с этим представляется важным изучить международный опыт управления фондами национального благосостояния и проанализировать в контексте международного опыта перспективы создания Нефтегазового фонда РФ.

1. Международный опыт

Важнейшее условие, которое должно выполняться при создании подобного фонда, — четкое определение стратегии управления его активами, которая включает разумные правила инвестирования, обеспечивающие желаемые уровни риска, доходности и ликвидности. При этом операции со средствами фонда не должны приводить к нарушениям функционирования национальных финансовых рынков, а также провоцировать нестабильность экономики. Не менее значимым условием при разработке стратегии управления средствами стабилизационного фонда является фиксация основных целей, для достижения которых он был создан. Речь идет прежде всего о соотношении между сбережениями и стабилизацией. Отметим также, что при создании стратегии управления средствами фонда желательно опираться на стратегию управления государственными активами в целом (при ее наличии).

Анализ международного опыта позволяет утверждать, что различия в механизмах управления стабилизационными фондами и фондами будущих поколений, как правило, касаются поступлений в фонды и расходования их средств¹. Что касается управления фондами, то единственным значительным отличием стабилизационного фонда от фонда будущих поколений является то, что его средства обычно вкладываются в более ликвидные инструменты, поскольку они могут понадобиться в краткосрочном периоде при колебаниях внешнеэкономической конъюнктуры.

Как правило, в стратегии явно указывается среднесрочный временной горизонт инвестирования средств фонда. В частности, к важным условиям относится необходимость учитывать этот аспект при определении безрисковых активов. Так, для стабилизационного фонда, создаваемого преимущественно с целью сглаживания влияния колебаний мировых цен экспортных товаров на национальную экономику, приоритетной является возможность быстрой мобилизации инвестированных средств с минимальными потерями. Очевидно, в этом случае долгосрочные облигации с высоким кредитным рейтингом не будут считаться безрисковыми. Аналогичным образом решение о том, вкладывать ли средства фонда в акции, определяется целью создания фонда (долгосрочные сбережения либо стабилизация экономики в краткосрочном периоде).

Стратегия управления средствами фонда национального благосостояния координируется с операциями по управлению государственным долгом, с денежно-кредитной политикой, а также должна принимать во внимание структуру уже существующего портфеля активов у государства, поскольку инвестирование средств фонда может оказать существенное влияние на национальную экономику. Кроме того, зачастую приходится делать выбор между наращиванием активов фонда и выплатой значительного государственного долга. Ни для одного фонда национального благосостояния из тех, по которым доступна соответствующая информация, законодательно не прописаны ограничения на взаимодействие курсовой политики и инвестиционных решений².

Отметим, что во многих случаях допускается отрицательная доходность по активам фондов. Однако в этих случаях устанавливается некоторый целевой ориентир доходности, который в среднем должен быть достигнут за определенный промежуток времени. Кроме того, еще одним вариантом является

¹ *Davis J., Ossowski R., Daniel J., Barnett S.* Stabilization and Savings Funds for Nonrenewable Resources. Experience and Fiscal Policy Implications // Occasional Paper 205. Washington: IMF, 2001.

² *Ugo F.* Review of the Experience with Oil Stabilization and Savings Funds in Selected Countries // Working Paper 00/112. Washington: IMF, 2000.

установление абсолютной величины доходности, которая должна быть достигнута за некоторый промежуток времени. То есть подпериоды с отрицательной доходностью должны быть компенсированы подпериодами с высокой положительной доходностью. Такие правила позволяют обеспечить умеренно высокую доходность при приемлемом уровне риска, поскольку в краткосрочном периоде финансовые рынки подвержены серьезным колебаниям, в то время как в долгосрочном периоде при достаточной диверсификации портфеля активов возможно получить значительную доходность.

Инвестиционная стратегия, как правило, регулярно пересматривается в соответствии с изменениями рыночных условий, чаще всего в начале очередного финансового года. При этом ключевые принципы инвестирования остаются постоянными, а меняются целевые показатели доходности, риска, дюрации и т. п. В некоторых странах был создан специальный орган, задачей которого является формулирование инвестиционной стратегии фонда национального благосостояния. В то же время во многих странах инвестиционная стратегия закрепляется в законодательстве, регулирующем управление фондом, либо определяется управляющей компанией самостоятельно.

В большинстве стран управление средствами стабилизационных фондов осуществляют центральные банки или специально созданные управляющие компании. Часть средств фондов передается под управление частных инвестиционных компаний лишь в наиболее развитых индустриальных странах (штат Аляска, США; провинция Альберта, Норвегия). При этом обязательным условием является проверка того, чтобы компании не были аффилированы с менеджментом фонда.

На начальном этапе существования фонда круг активов, в которые могут быть вложены его средства, чаще всего ограничен высоколиквидными низкорисковыми государственными облигациями развитых стран. При этом, как правило, центральные банки обладают необходимым опытом управления портфелями, состоящими из таких активов, поскольку в аналогичные инструменты зачастую вкладываются золотовалютные резервы. Поэтому на данном этапе управление средствами фонда целесообразно доверить центральному банку. В то же время необходимо обеспечить самостоятельность подразделения центрального банка, занимающегося управлением средствами фонда, так как в противном случае возможно возникновение конфликта интересов между управляющими фондом и лицами, ответственными за денежно-кредитную и валютную политику.

По мере накопления опыта функционирования фонда многие страны расширяют перечень активов, в которые могут быть вложены его средства (включают акции, недвижимость и т. п.). Для управления такими активами, как правило, нанимаются частные управляющие компании. При этом отбор управляющих компаний целесообразно проводить с помощью открытого конкурса и на основании анализа их инвестиционной деятельности в прошлом.

Отметим, что существуют два основных подхода к определению инвестиционной стратегии. Первым способом является ее законодательное утверждение, а вторым — наделение некоторого органа правом определять и регулярно пересматривать инвестиционную стратегию. На первый взгляд второй подход позволяет обеспечить большую гибкость в управлении активами, что может способствовать получению более высокой доходности по активам фонда. Однако анализ эмпирических данных не подтверждает такую гипотезу. По всей видимости, на первом этапе функционирования фонда целесообразно утверждать инвестиционную стратегию законодательно. По мере накопления опыта управления фондом можно перейти к утверждению ин-

вестиционной стратегии на уровне подзаконных актов либо к определению стратегии уполномоченным органом.

Хотя базовые принципы инвестиционной стратегии, как правило, закреплены законодательно либо в контракте с управляющим средствами фонда, тем не менее сохраняется необходимость корректировки стратегии в соответствии с изменяющимися рыночными условиями. Для этой цели во многих странах создается специальный консультативный орган, состоящий из инвестиционных консультантов. В круг полномочий такого органа обычно входит консультирование лиц, принимающих решения, относительно критериев выбора внешних управляющих, оценки эффективности управления средствами фонда, определения спектра активов, в которые могут быть вложены средства фонда, и т. п.

При управлении фондами развитых стран для оценки эффективности управления средствами фонда, как правило, используются так называемые контрольные индексы. В качестве таковых обычно выбираются общепризнанные индексы по каждому классу активов, в которые могут быть вложены средства фонда. Затем данные индексы взвешиваются в соответствии с установленной структурой фонда, и полученный результат используется в качестве контрольной величины, с которой сравнивается фактическая доходность, полученная по всем активам фонда. Если фактическая доходность превышает контрольное значение, то можно говорить о хорошем качестве управления активами. Кроме того, контрольные индексы можно использовать для оценки эффективности деятельности отдельных управляющих, работающих в различных сегментах рынка.

Средства фондов национального благосостояния могут инвестироваться в финансовые активы как за рубежом, так и внутри страны³. Вложение активов фонда в зарубежные активы преобладает в том случае, если национальный финансовый рынок слишком мал для инвестирования на нем значительных средств фонда. Кроме того, в ряде случаев инвестирование фонда за границей способствует снижению повышательного давления на национальную валюту, которое может снизить конкурентоспособность национальных товаров. Однако следует также иметь в виду, что вложение средств фонда в национальные активы способно ускорить инвестиционные процессы и экономический рост в стране, но лишь при условии, что национальный финансовый рынок является достаточно развитым и что это не приведет к дестабилизации финансовой системы страны.

Что касается выбора активов, в которые могут быть вложены средства фонда, то в качестве инструментов инвестиций могут выступать как облигации, так и акции, частные акции и даже недвижимость. Причем обычно на первом этапе функционирования фонда предпочтение отдается высоконадежным облигациям, а по мере роста доверия к фонду в обществе доля акций и иных финансовых инструментов возрастает. Заметим, что в большинстве случаев средства фондов вкладываются в финансовые инструменты США, ЕС и Японии.

Необходим серьезный контроль над деятельностью фондов, что предполагает четкое распределение ответственности за различные сферы деятельности фондов, а также регулярную отчетность фондов о своих операциях⁴. В тех случаях, когда фонд как институт выделяется в отдельную самостоятель-

³ *Varangis P., Larson D. Dealing with Commodity Price Uncertainty // Policy Research Paper 1667. Washington: World Bank, 1996.*

⁴ *Experience with Oil Funds: Institutional and Financial Aspects. Energy Sector Management and Assistance Program / World Bank Group. Report 321/06. June 2006.*

ную структуру, обычно создается система органов, обеспечивающих постоянный контроль за его функционированием. К таким органам относятся инвестиционные советники, внешние аудиторы и наблюдательные советы, в состав которых входят представители бизнеса, органов государственной власти и академических кругов. Если же управление фонда сосредоточено в министерстве финансов, то для контроля могут быть использованы те же процедуры, что и в рамках обычного бюджетного процесса, однако для достижения большей прозрачности деятельности фонда их также следует дополнить вышеуказанными механизмами контроля.

Для обеспечения общественной поддержки аккумулирования ресурсов в фондах необходимо предоставлять обществу полную и своевременную информацию об управлении их активами. Одними из важнейших инструментов информирования общественности являются ежеквартальные и ежегодные отчеты об операциях фонда⁵. В таких отчетах необходимо указывать структуру инвестиционного портфеля фонда (по основным категориям активов), а также доходности по основным категориям активов (в национальной и иностранной валютах, в реальном и номинальном выражениях). Отметим, что сравнение в отчетах контрольных индексов и фактической доходности по различным категориям активов позволяет всем желающим оценить эффективность управления средствами фонда.

Как правило, деятельность всех фондов национального благосостояния регулярно подвергается внутреннему аудиту, в процессе которого оценивается точность подсчета доходности, стоимости активов фонда, а также проверяется финансовая отчетность о деятельности фонда. К сожалению, результаты таких аудиторских проверок не во всех странах доступны широкой аудитории. На наш взгляд, отчеты аудиторов необходимо публиковать вместе с отчетами о деятельности фондов. Кроме того, для повышения общественной поддержки фонда целесообразно регулярно осуществлять внешний аудит деятельности фонда. Наконец, отметим, что ведущую роль в обеспечении прозрачности функционирования фонда в современных условиях играет его интернет-сайт, на котором публикуется и регулярно обновляется вся необходимая информация о его деятельности. Основные выводы и обобщения, которые можно сделать на основании анализа международного опыта управления средствами ряда стабилизационных фондов, приведены в таблице.

Т а б л и ц а

Управление средствами стабилизационных фондов в мире

Страна/ регион	Фонд	Внешние/ внутренние активы	Агентство, осуществляю- щее оператив- ное управление фондом	Орган власти, осуществляю- щий контроль за использованием средств фонда	Доход- ность активов фонда за 2006 г., %
Аляска (США)	Постоянный фонд Аляски	Средства вкла- дываются как в американские, так и в иност- ранные активы	Корпорация пос- тоянного фонда Аляски (специ- альная частная компания)	Губернатор, за- конодательное собрание штата	11
Чили	Медный ста- билизацион- ный фонд	В основном иностранные активы	Центральный банк	Министерство финансов, цен- тральный банк и государствен- ная медная компания CODELCO	Нет данных

⁵ Kopits G., Symansky S. Fiscal Policy Rules // Occasional Paper 162. Washington: IMF, 1998.

О к о н ч а н и е т а б л и ц ы

Страна/ регион	Фонд	Внешние/ внутренние активы	Агентство, осуществляю- щее оператив- ное управление фондом	Орган власти, осуществляю- щий контроль за использованием средств фонда	Доход- ность активов фонда за 2006 г., %
Кувейт	Фонд общих резервов	Внутренние и иностранные активы	Автономное государственное агентство Кувейтское инвестиционное агентство	Министерство финансов, глава центрального банка и другие чиновники	Нет данных
	Резервный фонд для будущих поколений	В основном иностранные активы	Автономное государственное агентство Кувейтское инвестиционное агентство	Министерство финансов, глава центрального банка и другие чиновники	Нет данных
Кирибати	Резервный фонд выравнивания доходов	Иностранные активы	Инвестиционный комитет резервного фонда	Министерство финансов, секретарь кабинета министров и другие чиновники	Нет данных
Норвегия	Государственный нефтяной фонд	Фактически иностранные активы (средства фонда размещены в национальной валюте на специальном счете в центральном банке, который управляет соответствующим по размеру портфелем иностранных активов)	Центральный банк с привлечением инвестиционных менеджеров из частного сектора	Министерство финансов	11,1
Оман	Государственный фонд общих резервов	В основном иностранные активы	Автономное государственное агентство	Автономное государственное агентство	Нет данных
	Нефтяной фонд	В основном иностранные активы	Министерство финансов	Министерство финансов	Нет данных
Папуа — Новая Гвинея	Стабилизационный фонд полезных ископаемых	Счет в национальной валюте в центральном банке страны	Совет стабилизационного фонда полезных ископаемых	Правительство страны	Нет данных
Венесуэла	Фонд макроэкономической стабилизации	Иностранные активы	Центральный банк	Парламент и президент	Нет данных
Азербайджан	Государственный нефтяной фонд	В основном иностранные активы	Исполнительный директор	Президент и наблюдательный совет	2,68
Казахстан	Национальный фонд Республики Казахстан	Иностранные активы	Центральный банк	Президент и управленческий совет	3,29
Альберта (Канада)	Трастовый фонд наследственных сбережений	Внутренние и иностранные активы	Министерство финансов	Комитет по инвестиционным операциям	15,2

Источник: МВФ, официальная информация о фондах.

Проведенный нами анализ позволяет утверждать, что средства Стабилизационного фонда могут быть использованы для обеспечения устойчивого развития экономики России в долгосрочном периоде при условии качественного управления ими и расширения перечня инструментов, доступных для инвестирования. В то же время возникает вопрос о направлениях использования получаемых инвестиционных доходов.

2. Анализ перспектив создания нефтегазового фонда РФ в контексте международного опыта

В Бюджетном послании Президента РФ на 2008—2010 годы ставится задача создания Фонда будущих поколений и использования доходов от инвестирования для финансирования части трудовой пенсии живущих в настоящее время поколений. В соответствии с концепцией, предлагаемой Минфином РФ, в Нефтегазовый фонд предполагается перечислять доходы от налога на добычу полезных ископаемых в виде углеводородного сырья (в части доходов федерального бюджета); экспортных таможенных пошлин на сырую нефть, природный газ, товары, выработанные из нефти, а также образующиеся в результате превышения доходов от нефтегазового сектора над средствами, используемыми для формирования расходов федерального бюджета (нефтегазовый трансферт).

В составе Нефтегазового фонда предлагается выделить Резервный фонд и Фонд будущих поколений, различающиеся функциями и правилами управления. Целью Резервного фонда будет обеспечение стабильности расходов федерального бюджета и полное выполнение взятых им обязательств в условиях падения мировых цен на нефть и газ, а целью Фонда будущих поколений — сбережение части нефтегазовых доходов для будущих поколений и обеспечение устойчивости бюджетной системы в долгосрочном временном горизонте. При этом объем Резервного фонда предполагается поддерживать постоянным по отношению к ВВП.

В настоящее время, в соответствии с Бюджетным кодексом Российской Федерации и во исполнение постановления Правительства Российской Федерации № 229 от 21 апреля 2006 года «О порядке управления средствами Стабилизационного фонда Российской Федерации», Минфин России осуществляет управление средствами Стабилизационного фонда путем приобретения на указанные средства иностранной валюты и размещения ее на счетах, открытых Федеральным казначейством в Центральном банке Российской Федерации. За пользование денежными средствами на указанных счетах Банк России ежегодно уплачивает проценты в размере, эквивалентном доходу от прямого инвестирования денежных средств в долговые обязательства иностранных государств, перечень требований к которым утвержден постановлением № 229 от 21 апреля 2006 года. Сумма начисленных процентов рассчитывается исходя из доходности индексов, утверждаемых Минфином РФ по согласованию с ЦБ РФ. Каждый из указанных индексов представляет собой совокупность обращающихся на открытом рынке определенных выпусков долговых обязательств иностранных государств, имеющих определенные доли в данной совокупности.

После преобразования Стабилизационного фонда РФ в Нефтегазовый фонд и выделения в его составе Резервного фонда и Фонда будущих поколений предполагается осуществлять управление средствами Резервного фонда в соответствии с консервативной инвестиционной стратегией. Инвестирование средств Резервного фонда должно в этом случае производиться в надежные, высоколиквидные кратко- и среднесрочные долговые обязательства иностр-

ранних государств. Иными словами, основные принципы указанной инвестиционной стратегии и механизм ее реализации должны соответствовать действующему порядку управления средствами Стабилизационного фонда.

При управлении средствами Фонда будущих поколений предлагается применять инвестиционную стратегию, позволяющую инвестировать средства фонда на долгосрочной основе не только в высоколиквидные государственные ценные бумаги, но и в менее ликвидные, более доходные, а вместе с тем и более рискованные финансовые инструменты, такие как акции, корпоративные облигации и производные финансовые инструменты.

На наш взгляд, такая стратегия управления Резервным фондом и Фондом будущих поколений в целом соответствует мировому опыту управления фондами национального благосостояния. В частности, очевидно, что к средствам Резервного фонда должны применяться повышенные требования ликвидности, поэтому альтернативы инвестированию его средств в высоконадежные государственные облигации других стран практически нет. Что касается Фонда будущих поколений, то вложение его средств в более доходные инструменты также представляется совершенно оправданным. При этом целесообразно ориентироваться на долгосрочную доходность таких вложений, поскольку в краткосрочном периоде фондовые рынки подвержены значительным колебаниям. Оптимальной стратегией в таких условиях, по всей видимости, будет постепенное расширение списка инструментов, в которые могут быть вложены средства Фонда будущих поколений, а также привлечение к управлению данным фондом высокопрофессиональных управляющих компаний.

В то же время заметим, что предполагаемое инвестирование средств Фонда будущих поколений в производные финансовые инструменты является, на наш взгляд, неоправданным. Анализ международного опыта управления средствами фондов национального благосостояния свидетельствует, что вложение средств таких фондов в деривативы допускается лишь в целях управления рисками, но не рассматривается в качестве самостоятельного инвестиционного инструмента: рынок деривативов является очень волатильным, что сильно усложняет работу на нем.

При расширении списка бумаг, в которые будут вкладываться средства Нефтегазового фонда, большое значение приобретает устанавливаемая законодательно структура инвестиционного портфеля. Напомним, что в настоящее время распределение средств при размещении Стабилизационного фонда исходит из приоритетов их сохранности и ликвидности. Утвержденный постановлением № 229 от 21 апреля 2006 года перечень долговых обязательств иностранных государств в полной мере отвечает указанным приоритетам. В свою очередь, выбранная нормативная валютная структура (45% долларов США, 45% евро, 10% фунтов стерлингов) обеспечивает минимизацию влияния высокой волатильности международных валютных рынков. Исходя из целей и задач Резервного фонда аналогичная структура может применяться и при управлении его средствами.

При принятии решения по структуре инвестиционного портфеля Фонда будущих поколений в качестве приоритета должна рассматриваться доходность на вложенный капитал при условии обеспечения приемлемого уровня рисков. Мировая практика управления фондами национального благосостояния свидетельствует о том, что распределение активов фондов по инструментам различных стран должно осуществляться:

- в соответствии со структурой импорта страны, в которой учрежден фонд;
- в соответствии со структурой ее внешнего долга;

- в соответствии с долей ВВП страны (региона), в финансовые инструменты которых инвестируются средства, в мировом ВВП;
- в соответствии с долей национального рынка финансовых инструментов на региональном или мировом рынке данных инструментов.

При этом инвестирование средств фондов следует осуществлять в финансовые инструменты только тех стран, где существуют развитые национальные финансовые рынки, а также действует совершенное законодательство в сфере защиты прав инвесторов, биржевой торговли, регулирования выпуска и обращения ценных бумаг. Кроме того, позиция Минфина России заключается в том, что доля отдельного финансового инструмента в инвестиционном портфеле фонда должна определяться в соответствии:

- с долей рыночной капитализации финансового инструмента в капитализации национального финансового рынка;
- с долями, установленными эталонными портфелями или индексами инвестиционных компаний с мировым именем.

Проведенный нами анализ свидетельствует о том, что при управлении стабилизационными фондами в ряде стран применяется та же структура инвестиционного портфеля, которая используется для расчета широко признанных в мире индексов соответствующих сегментов рынка. Концепция Нефтегазового фонда также предполагает применение индексов, сформированных ведущими международными компаниями, при управлении определенным объемом Резервного фонда. В то же время, по нашему мнению, аналогичные индексы целесообразно применять и при управлении средствами Фонда будущих поколений. В этом случае индексы могут быть использованы не только как образец для структуры инвестиционного портфеля, но и как некоторая контрольная величина, с которой сравнивается доходность, полученная по активам фонда за определенный период, и делается вывод об эффективности управления.

Авторы концепции Нефтегазового фонда возражают против привлечения внешних управляющих компаний к управлению средствами Фонда, поскольку данная мера связана с дополнительными затратами по отбору, найму и оплате вознаграждения управляющих и, согласно официальной позиции Минфина РФ, не всегда является более эффективным методом управления, чем индексное управление, используемое Минфином РФ в настоящее время. В перспективе предполагается создать при Минфине РФ агентство, в числе прочего выполняющее функции по управлению частью средств Нефтегазового фонда.

На наш взгляд, полный отказ от услуг внешних управляющих не является оправданным. Конечно, на первом этапе расширения спектра бумаг, в которые будут вкладываться средства Фонда будущих поколений, специалисты ЦБ РФ смогут осуществлять оперативное управление инвестиционным портфелем. Однако после включения в перечень инвестиционных инструментов акций Банк России неизбежно столкнется со значительными трудностями управления. Создание же специального департамента при Минфине РФ либо при ЦБ РФ потребует значительных затрат, которые могут оказаться не меньшими, чем в случае привлечения внешних управляющих. Кроме того, результаты управления частью инвестиционного портфеля внешними управляющими могут служить некоторой контрольной величиной, с которой можно сравнивать результаты внутренних управляющих. Таким образом, на наш взгляд, часть инвестиционного портфеля Фонда будущих поколений, требующую активного управления, целесообразно передавать под управление ведущих международных инвестиционных компаний.

Отметим, что в настоящее время в опубликованных материалах, посвященных созданию Нефтегазового фонда, практически ничего не говорится об обеспечении прозрачности его функционирования и контроля над управляющими. В то же время данный аспект управления представляется очень важным. Мы полагаем, что создание Нефтегазового фонда должно сопровождаться созданием наблюдательного совета, состоящего из представителей власти, инвестиционных компаний и академических кругов. В круг полномочий такого совета может входить анализ результатов управления средствами фонда, а также разработка рекомендаций в области управления его средствами. Члены совета должны в обязательном порядке иметь доступ к самому широкому кругу документов, касающихся функционирования Фонда.

Кроме того, на наш взгляд, необходимо разработать регламент привлечения внешних инвестиционных консультантов к разработке и корректировке инвестиционной стратегии, поскольку их опыт может быть весьма полезным при выборе оптимальной стратегии управления средствами фонда.

Наконец, мы считаем, что ежеквартальные и ежегодные отчеты об операциях фонда должны публиковаться, в том числе в Интернете, а также проходить как ежегодные аудиторские проверки, так и проверки Счетной палаты.

* * *

Таким образом, в настоящее время Стабилизационный фонд РФ выполняет важную функцию стерилизации избыточной ликвидности на фоне высоких цен на основные товары российского экспорта. Тем не менее при столь благоприятной конъюнктуре мировых рынков сырья представляется целесообразным изменить существующий механизм управления нефтегазовыми доходами страны, для того чтобы получить возможность решать проблемы обеспечения стабильного развития России в долгосрочном периоде. Для обеспечения оптимального сочетания эффективного использования бюджетных ресурсов и гарантированной долгосрочной макроэкономической стабильности в 2008 году в РФ будет осуществлен переход от функционирования Стабилизационного фонда к более сложному механизму управления нефтегазовыми доходами. Он предполагает создание двух фондов: Резервного, предназначенного для замещения выпадающих доходов бюджета в случае снижения цен на нефть, и Фонда будущих поколений, призванного обеспечивать долгосрочную бюджетную сбалансированность.

Анализ международного опыта показал, что после выделения из стабилизационного фонда Фонда будущих поколений инвестиционная стратегия последнего должна строиться исходя из текущих тенденций на мировых финансовых рынках. Как было отмечено ранее, мы предлагаем значительно расширить список инструментов, в которые допустимо инвестировать средства Фонда будущих поколений. При этом наиболее целесообразным представляется постепенное расширение данного списка по мере накопления опыта управления средствами Фонда будущих поколений у осуществляющей такое управление организации. Мы также считаем, что базовая структура инвестиционного портфеля Фонда будущих поколений должна быть законодательно закреплена. В таких условиях доходность, получаемая по активам фонда, может быть вполне сравнима с доходностью фондов национального благосостояния стран, наиболее успешно применяющих данную схему управления своими доходами от нефтегазового сектора.