

Анализ потенциала фонда национального благосостояния Российской Федерации для финансирования расширенных пенсионных программ в условиях современных вызовов

Дорофеев Михаил Львович

Канд. экон. наук, доц. каф. общественных финансов

ORCID: 0000-0003-2296-3978, e-mail: dorofeevml@ya.ru

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, 125167, Ленинградский пр-т, 49/2, г. Москва, Россия

Аннотация

Фонд национального благосостояния Российской Федерации (далее – ФНБ) представляет собой важный инструмент для обеспечения финансовой стабильности и долгосрочной экономической безопасности государства. В условиях демографических изменений и нехватки средств для финансирования пенсионной системы возникает необходимость поиска дополнительных источников финансирования, в том числе через эффективное использование средств ФНБ. Актуальность исследования заключается в необходимости переосмысленного подхода к использованию средств фонда для решения задач долгосрочного социального обеспечения в Российской Федерации. Целью исследования является оценка потенциала ФНБ для финансирования расширенных программ пенсионного обеспечения в контексте современных вызовов и мирового опыта управления суверенными фондами. Для достижения цели применялись методы сравнительного анализа, моделирования финансовых потребностей системы пенсионного обеспечения и анализа существующей инвестиционной стратегии ФНБ. Установлено, что текущий размер ФНБ недостаточен для покрытия дефицита пенсионной системы в долгосрочной перспективе, а также выявлены ключевые ограничения для эффективного инвестирования фонда на российском финансовом рынке. Результаты исследования показали, что для реализации целей финансирования пенсионного обеспечения необходимы значительное увеличение капитала ФНБ и пересмотр его инвестиционной политики. Предложены пути оптимизации инвестиционной стратегии, включая диверсификацию активов и развитие внутренних финансовых инструментов для долгосрочных сбережений. Сделан вывод о необходимости комплексных изменений в управлении фондом, включая политические и экономические меры, направленные на рост его капитализации и повышение эффективности использования средств ФНБ.

Ключевые слова: Фонд национального благосостояния, пенсионное обеспечение, финансовая безопасность, инвестиционная стратегия, суверенные фонды, Россия, финансовая политика

Для цитирования: Дорофеев М.Л. Анализ потенциала фонда национального благосостояния Российской Федерации для финансирования расширенных пенсионных программ в условиях современных вызовов//Управление. 2025. Т. 13. № 1. С. 13–23. DOI: 10.26425/2309-3633-2025-13-1-13-23

Благодарности. Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.



Analysis of the Russian National Wealth Fund potential for financing expanded pension programs in the context of contemporary challenges

Mikhail L. Dorofeev

Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof. at the Public Finance Department

ORCID: 0000-0003-2296-3978, e-mail: dorofeevml@ya.ru

Financial University Under the Government of the Russian Federation, 49/2, Leningradsky prospekt, Moscow 125167, Russia

Abstract

The Russian National Welfare Fund of Russia (hereinafter referred to as the Fund) is an important instrument for ensuring financial stability and long-term economic security of the state. In the context of demographic changes and the funds shortage to finance the pension system, there is a need to find additional sources of financing, including through the effective use of the Fund. The relevance of the study lies in the need for a rethinking approach to the use of the Fund's resources to solve the issues of long-term social security in Russia. The purpose of the study is to assess the potential of the Fund for financing extended pension provision programs in the context of modern challenges and global experience of sovereign fund management. To achieve the purpose, the methods of comparative analysis, modeling of financial needs of the pension provision system, and the Fund's existing investment strategy analysis were used. It has been established that the current size of the Fund is insufficient to cover the pension system deficit in the long term. Key limitations for the Fund's effective investment in the Russian financial market have been identified. The study results have shown that in order to realize the goals of pension financing it is necessary to significantly increase the capital of the Fund and revise its investment policy. Ways to optimize the investment strategy, including diversification of assets and internal financial instruments development for long-term savings, have been proposed. It has been concluded that comprehensive changes in the Fund's management are necessary, including political and economic measures aimed at increasing its capitalization and improving the efficiency of its assets use.

Keywords: National Wealth Fund, pension provision, financial security, investment strategy, sovereign wealth funds, Russia, financial policy

For citation: Dorofeev M.L. (2025). Analysis of the Russian National Wealth Fund potential for financing expanded pension programs in the context of contemporary challenges. *Upravlenie / Management (Russia)*, 13 (1), pp. 13–23. DOI: 10.26425/2309-3633-2025-13-1-13-23

Acknowledgements. The article was prepared based on the research results carried out at the expense of budgetary funds under the state assignment of Financial University Under the Government of the Russian Federation.



Введение / Introduction

Фонд национального благосостояния (далее – ФНБ) Российской Федерации (далее – РФ, Россия) представляет собой часть средств федерального бюджета, подлежащих обособленному учету и управлению [Кадацкая и Суховерхова, 2024]. Одним из этих вариантов предусмотрена возможность использования средств Фонда на покрытие дефицита федерального бюджета, что в целом идентифицирует его как фонд стабилизационного или резервного типа [Князева и др., 2024]. В то же время существуют другие типы суверенных фондов, каждому из которых соответствуют своя специфическая инвестиционная политика и характер управления финансами: пенсионные резервные, сберегательные, фонды развития, специализированные корпорации и др. [Куцури, Васин, 2022].

Анализ зарубежной практики инвестирования средств суверенных фондов показывает, что в среднем значительная часть средств под управлением инвестируется в инструменты с фиксированной доходностью, в чем они похожи на ФНБ РФ. С ростом размеров суверенного фонда относительно валового внутреннего продукта (далее – ВВП) страны появляются возможности увеличивать вложения в более рискованные финансовые инструменты, например, в акции (опыт суверенных фондов Норвегии, Катара, Китая, Сингапура, Южно-Африканской Республики, Южной Кореи)¹. Это позволяет управляющим суверенными фондами повышать коэффициент Шарпа и обеспечивать более динамичный рост стоимости чистых активов [Цвирко, 2023].

Консервативная стратегия инвестирования средств ФНБ всегда казалась противоречивой, а логика ее реализации – недостаточно прозрачной, особенно в части принятия инвестиционных решений и выбора инвестиционных активов [Лаврова, 2022]. Например, вложения в государственный долг Украины в объеме 3 млрд долл. США в 2013 г., инвестиции в различные инфраструктурные инвестиционные проекты с низкой или даже отрицательной реальной доходностью указывают на то, что ФНБ является не финансовым ресурсом долгосрочного социально-экономического развития, но инструментом политического, финансового, экономического и геополитического регулирования. Судя по показателям доходности от управления средствами ФНБ и текстам законов, которые регламентируют порядок его применения, этот суверенный

фонд имеет достаточно свободы в части принятия решений Правительством РФ, чтобы оставаться низкоэффективным с экономической точки зрения. Этот факт сдерживает потенциал его развития и является предметом непрекращающихся дискуссий и критики в научном сообществе.

Поданным Министерства финансов РФ, в портфеле ФНБ есть в наличии акции российских эмитентов, например, акции «Сбера» и «Аэрофлота», но их появление в этом портфеле не связано с типовыми целями портфельного инвестирования². Данные финансовые активы попали в портфель ФНБ в результате принятия специальных мер государственного финансового регулирования экономики в период пандемии COVID-19. Поскольку целью инвестиций не был рост капитализации, наличие данных акций негативно сказалось на результатах управления портфелем ФНБ.

Одной из функций ФНБ является покрытие расходов бюджета Фонда пенсионного и социального страхования России в части обязательного пенсионного страхования. Актуальность развития механизмов государственного софинансирования долгосрочных сбережений и пенсионных накоплений граждан РФ подтверждается фактом сокращающейся эффективности системы пенсионного обеспечения (коэффициентами замещения утраченного заработка) [Дорофеев, 2020; Соловьев, 2022]. Анализ ранее действовавших в России программ софинансирования пенсий показал определенные положительные результаты в недалеком прошлом, которые по большей части заключались в привлечении внимания к отрасли негосударственного пенсионного обеспечения со стороны населения [Князева и др., 2023]. Переформатирование и возобновление инструмента софинансирования пенсий в рамках программ долгосрочных сбережений представляется стратегически верным решением проблемы пенсионной системы России в долгосрочной перспективе. В этом может сыграть роль ФНБ как источник финансирования таких программ.

Целью настоящего исследования является оценка потенциала применения ФНБ для финансирования расширенных программ пенсионного обеспечения в России по аналогии с лучшими мировыми практиками с учетом текущих реалий.

¹ Report on long-term investing of large pension funds and public pension reserve funds 2023. Режим доступа: <https://www.oecd.org/investment/investment-policy/survey-of-large-pension-funds-2023.pdf> (дата обращения: 10.12.2024).

² Министерство финансов. Данные о движении средств и результатах управления средствами Фонда национального благосостояния. Режим доступа: https://minfin.gov.ru/ru/document?id_4=93488-dannye_o_dvizhenii_sredstv_i_rezultatakh_upravleniya_sredstvami_fonda_natsionalnogo_blagosostoyaniya (дата обращения: 10.12.2024).

Оценка потенциала применения ФНБ для финансирования расширенных программ пенсионного обеспечения в России / Assessing the potential of the National Welfare Fund for financing extended pension programs in Russia

Для расширения возможностей применения ФНБ на финансирование программ негосударственного пенсионного обеспечения необходимо принять ряд мер, таких как изменение типа и концепции ФНБ, увеличение его размеров относительно экономики. Решение первой задачи связано с принятием политических решений, в то время как цель по увеличению размеров фонда достигается совокупностью согласованных действий, в том числе экономического характера.

Развитие данной идеи и соответствующее ей моделирование целесообразно начинать с оценки требуемых финансовых ресурсов для выполнения главной задачи фонда — софинансирования пенсионных сбережений или финансирования недостающих средств для доведения коэффициента замещения утраченного заработка до целевого значения. Второе рассчитывается как дефицит финансирования системы пенсионного обеспечения в расчете на среднестатистического пенсионера с учетом коэффициента замещения в 40 % от среднегодовой заработной платы [Берзон, Дорошин, 2012; Дорофеев, 2020; Павлова, 2023; Талдонова, 2021]. Если взять за основу официальные данные, то в расчете на общую численность неработающих пенсионеров в России, которых на 2023 г. было около 33,2 млн чел. (общая численность пенсионеров на конец 2023 г. составляла 41,78 млн чел.), дефицит финансирования страховой пенсии по старости составит 268,43 млрд руб. в месяц, или 3,22 трлн руб. в год (денежные средства, необходимые для доведения коэффициента замещения утраченного заработка до 40 %).

Из этого следует, что требуемая величина ликвидной части ФНБ, которую необходимо инвестировать в безрисковые финансовые инструменты с целью получения фиксированного дохода на покрытие дефицита финансирования пенсионной системы, должна составлять около 39–40 трлн руб. и выше. В таком случае появится возможность получать доход в размере 268,4 млрд руб. при среднегодовой ставке доходности в размере 8,2 %³. Напомним, что размер ФНБ на конец 2024 г. составляет 13,1 трлн руб. (6,8 % ВВП). Следовательно, для достижения цели по покрытию дефицита пенсионной системы из средств ФНБ необ-

ходимо увеличить его размер минимум в три раза. Чем больше будет размер ФНБ (в % к ВВП), тем больше возможностей по его использованию в роли источника финансирования расширенных социальных обязательств появится у государства.

Увеличение объемов ФНБ в текущих условиях представляется не только сложнореализуемой задачей, но и спорной идеей в связи с тем, что данный фонд является резервным и используется на покрытие дефицита федерального бюджета, а в условиях длительного кризиса его ресурсы могут оказаться чрезвычайно востребованными [Сафронов, Угодников, 2022]. Это обусловлено очевидными причинами, среди которых высокие реальные процентные ставки, делающие кредит чрезмерно дорогим для бюджета, а также сохраняющаяся тенденция опережающего роста оборонных расходов, требующая дополнительного финансирования⁴. Дефицит финансовых ресурсов в современных условиях покрывается не из новых долгов России, но за счет повышения налогов, тарифов естественных монополий, использования имущества, находящегося в государственной собственности, а также иных источников.

Существование финансового механизма ФНБ и связанных с ним бюджетных правил позволило Правительству РФ ввести в практику инструмент снижения зависимости федерального бюджета от внешней сырьевой конъюнктуры и колебаний цен на сырье. Эффективность данного инструмента в части преодоления кризисов оказалась высокой, а в части стимулирования экономического роста — достаточно неоднозначной [Дорофеев, 2023]. Полный отказ от ФНБ не кажется целесообразным даже в таких сложных условиях и враждебной внешней среде, как период 2022–2024 гг.

В долгосрочной перспективе вероятны наступление значительных перемен, сокращение части или всех геополитических рисков, восстановление благоприятной внешней среды и инвестиционного климата и нормализация бюджетных расходов на оборону, которые в 2023–2025 гг. являются одним из наиболее мощных внутренних проинфляционных факторов. Сокращение рублевой инфляции позволит Правительству РФ вернуться к проведению безопасной и эффективной долговой политике, постепенно восстанавливать размер ФНБ до его средних исторических, а также более высоких значений, которые могли бы быть пригодными для решения расширенного комплекса задач, выходящих за рамки базовой цели по созданию

⁴ Министерство финансов. Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов. Режим доступа: https://minfin.gov.ru/ru/document?id_4=304155-osnovnye_napravleniya_byudzhethnoi_nalогоvoi_tamozhenno-tarifnoi_politiki_na_2024_god_i_na_planovyi_period_2025_i_2026_godov (дата обращения: 10.12.2024).

³ Примерная ставка доходности из расчета долгосрочной средней доходности по биржевым инструментам с фиксированной доходностью для рублевых активов по данным Московской биржи (средняя за 10 лет).

бюджетных резервов в рамках проведения контрциклической бюджетной политики.

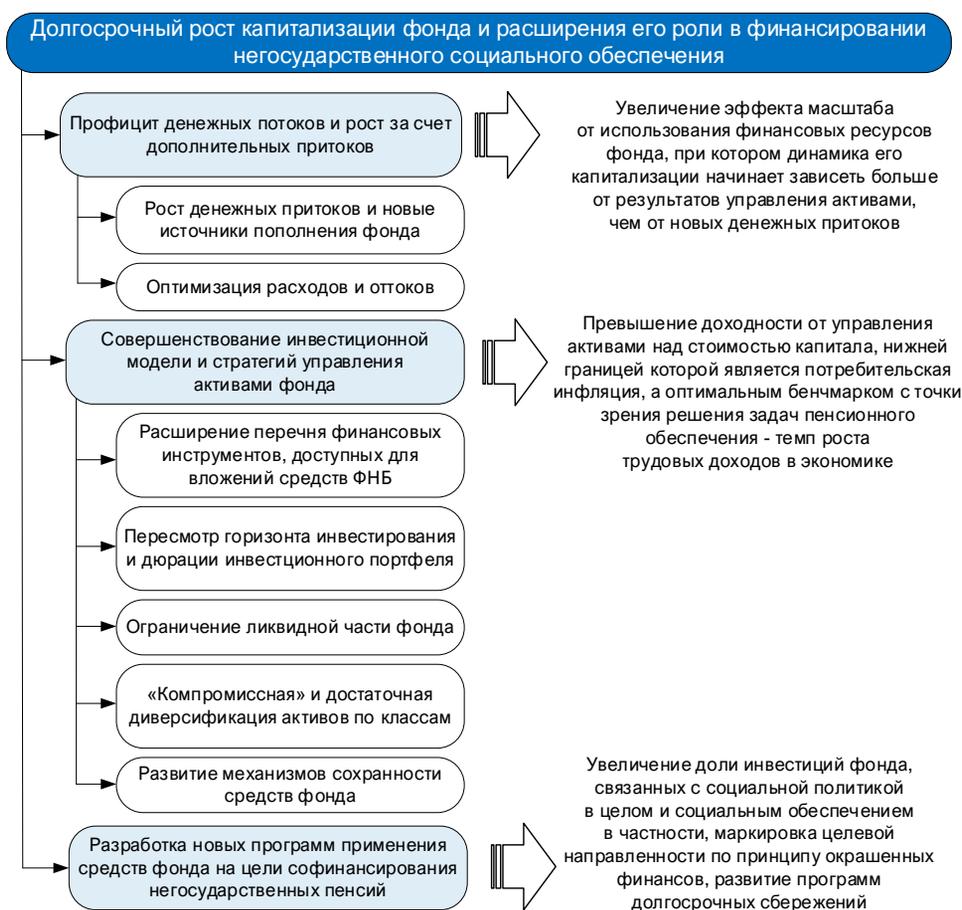
Рост капитализации ФНБ до более высоких значений в долгосрочной перспективе сохраняет свою актуальность. Данную идею можно реализовывать в нескольких направлениях (рисунок).

Инвестиционные стратегии для ФНБ: возможен ли уход от парадигмы инвестирования в инструменты с фиксированной доходностью? / Investment strategies for the National Welfare Fund: Is a shift away from fixed-income investment paradigm possible?

Функции суверенных фондов резервного и стабилизационного типа (таких как ФНБ РФ) состоят не столько в максимизации дохода от инвестирования, сколько в обеспечении сохранности имеющихся под

управлением финансовых ресурсов, то есть изначально предназначены для вложения в инструменты, в той или иной мере обеспечивающие определенные гарантии возврата капитала. Дефицит предложения на российском финансовом рынке подобных инструментов с ожидаемой доходностью выше уровня рублевой инфляции, а также действующие законодательные ограничения для инвестиционной политики фондов являются сдерживающими факторами для развития ФНБ в долгосрочной перспективе.

Открытая информация о рисках и доходностях различных классов активов указывает на то, что российский финансовый рынок предоставляет меньше инвестиционных возможностей, чем мировые финансовые центры, в первую очередь из-за высоких рисков и инфляции (таблица).



Составлено автором по материалам исследования

Рисунок. Направления повышения эффективности использования средств ФНБ и роста его капитализации для развития системы негосударственного пенсионного обеспечения

Figure. Directions for improving the efficiency of the use of the National Welfare Fund and growth of its capitalization for the non-state pension provision system development

Инвестиционные возможности финансового рынка на примере Соединенных Штатов Америки, сегмента без учета Соединенных Штатов Америки, развивающихся рынков, рынка России

Table. Financial market investment opportunities by example of the USA, segment excluding the USA, emerging markets, and Russian market

Класс активов	Среднегод. номин. доходность	Премия за риск (минус безриск. доходность)	Превыш. доходности над погр. инфляцией	Превыш. доходности над БМ 1 (строки 12 для USD и 21 для руб.)	Превыш. доходности над БМ 2 (строки 13 для USD и 22 для руб.)	Стандартн. отклонение доходности	Коэффициент Шарпа (по инструментам ден. рынка)		Коэффициент Шарпа (реальная доходность)		Коэффициент Шарпа БМ1		Коэффициент Шарпа БМ2	
							значение	ранг	значение	ранг	значение	ранг	значение	ранг
Акции развивающихся рынков	12,20	11,50	9,39	11,79	9,12	28,80	0,399	7	0,326	4	0,409	7	0,317	4
Акции развитых рынков (кроме США)	7,60	6,90	4,79	7,19	4,52	21,60	0,319	8	0,222	7	0,333	8	0,209	6
Акции малой капитализации США	9,10	8,40	6,29	8,69	6,02	17,90	0,469	5	0,351	2	0,485	5	0,336	2
Фонды недвижимости REITs	8,50	7,80	5,69	8,09	5,42	17,10	0,456	6	0,333	3	0,473	6	0,317	3
Акции крупной капитализации США	9,60	8,90	6,79	9,19	6,52	16,10	0,553	3	0,422	1	0,571	3	0,405	1
Золото	3,20	2,50	0,39	2,79	0,12	14,00	0,179	11	0,028	12	0,199	9	0,008	9
Высокодоходные облигации США	5,50	4,80	2,69	5,09	2,42	10,20	0,471	4	0,264	5	0,499	4	0,237	5
Рынок облигаций США (в среднем)	4,10	3,40	1,29	3,69	1,02	5,10	0,667	2	0,253	6	0,723	2	0,200	7
Рынок облигаций за пределами США (в среднем)	3,60	2,90	0,79	3,19	0,52	4,30	0,674	1	0,184	8	0,741	1	0,121	8
Инструменты денежного рынка	0,70	0,00	-2,11	0,29	-2,38	2,00	0,000	13	-1,055	13	0,143	10	-1,191	10
Справочно, данные инфляции и рынка труда США (бенчмарки доходности для ФИМСО)														
Долгосрочная средняя инфляция в США с 1985 г. по н.в.	2,81	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Долгосрочная средняя роста номинальной медианы заработной платы в США с 1985 г. по н.в.	0,41	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Долгосрочная средняя роста средней почасовой заработной платы в США с 2006 г. по н.в.	3,08	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Данные по Российской Федерации (рублевые значения доходностей и риска)														
Индекс полной доходности Мосбиржи 1997-2023 гг.	16,70	8,47	3,58	-2,30	-	36,50	0,232	9	0,100	10	-0,060	12	-	-
Индекс полной доходности Мосбиржи 2003-2023 гг.	15,70	7,47	7,30	1,70	-	40,40	0,185	10	0,180	9	0,040	11	-	-
Индекс доходности корпоративных облигаций 2003-2023 гг.	8,70	0,47	0,30	-5,30	-	7,20	0,065	12	0,040	11	-0,740	13	-	-

Окончание таблицы

Класс активов	Среднегод. номин. доходность	Премия за риск (минус безриск. доходность)	Превыш. доходности над потр. инфляцией	Превыш. доходности над БМ 1 (строки 12 для USD и 21 для руб.)	Превыш. доходности над БМ 2 (строки 13 для USD и 22 для руб.)	Стандартн. отклонение доходности	Коэффициент Шарпа (по инструментам ден. рынка)		Коэффициент Шарпа (реальная доходность)		Коэффициент Шарпа БМ1		Коэффициент Шарпа БМ2	
							значение	ранг	значение	ранг	значение	ранг	значение	ранг
Индекс доходности государственных облигаций 2014-2023 гг.	8,23	-	-	-	-	7,00	-	-	-	-	-	-	-	-
Доходность банковского депозита 2003-2023 гг.	8,20	-	-	-	-	2,30	-	-	-	-	-	-	-	-
Инфляция в России 1997-2024 гг.	13,12	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Инфляция в России 2003-2023 гг.	8,40	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Долгосрочная средняя заработная плата 1997-2023 гг.	19,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Долгосрочная средняя заработная плата 2003-2023 гг.	14,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Примечания: БМ1 – бенчмарк 1 (среднегодовой темп роста средней заработной платы за максимальный период), БМ2 – бенчмарк 2 (среднегодовой темп роста средней заработной платы за среднесрочный период). Средние показатели по строкам 1–10 рассчитаны по данным за период 1985–2020 гг. Риски и доходности представлены в исчислении в долл. США. Данные по российскому рынку брались за два периода, поскольку для рынка облигаций в открытых источниках есть информация только за период 2014–2023 гг. США – Соединенные Штаты Америки

Составлено автором по материалам источников^{1,2}

¹ Ranking Asset Classes by Historical Returns (1985–2020). Режим доступа: <https://www.visualcapitalist.com/historical-returns-by-asset-class/> (дата обращения: 10.12.2024).

² Доходности портфелей из российских бумаг, банковских депозитов и инфляция, 2003–2023. Режим доступа: <https://www.dohod.ru/blog/dohodnosti-portfelej-iz-rossijskix-bumag-bankovskix-depozitov-i-inflyacziya-2003-2023> (дата обращения: 10.11.2024).

Высокий уровень рублевой инфляции и темпы роста номинальных заработных плат практически не оставляют других вариантов для получения реальной доходности, кроме как индексного инвестирования в рынок акций. Полная доходность рынка акций России за период его существования показывает среднюю доходность в районе 16,7 % годовых в рублевом эквиваленте. Сопоставление данных значений с показателями глобального финансового рынка и ранжирование данных (столбцы 9, 11, 13 табл. 1) показывают, что у отечественного финансового рынка один из самых низких значений коэффициента Шарпа. Рынок облигаций с трудом обгоняет рублевую инфляцию, но не обгоняет рублевые темпы роста средней заработной платы. Таким образом, возможностей для обеспечения реальной доходности на российском фондовом рынке меньше, чем на глобальном, а введенные против России западные санкции их еще больше сократили.

Определенные гарантии доходности и возврата капитала при инвестировании в рынок акций возможны при удлинении горизонта инвестирования до 15–20 лет [Иванов, Соколова, 2024]. Расширение лимитов для долевого инструментария в инвестиционном портфеле ФНБ возможно только с ростом его размера до уровней, когда его резервная часть (7 % ВВП) будет составлять около 20–30 %. Из этого следует, что целевая стоимость чистых активов ФНБ должна составлять около 23–24 % ВВП.

Повышение эффективности системы негосударственного пенсионного обеспечения на основе использования средств ФНБ целесообразно проводить за счет развития новых финансовых инструментов, аналогичных программам долгосрочных сбережений, ИИС-3, инфраструктурных облигаций с гарантированным доходом и др., которые обеспечивают сохранность вложений и доходность не ниже инфляции, а лучше на уровне темпов роста средней заработной платы в экономике (трудового дохода, который требуется заместить после выхода на пенсию). Для положительного экономического эффекта в этом направлении только одной разработки новых финансовых инструментов и программ долгосрочных сбережений недостаточно. Без устойчивого и быстрого роста экономики практически невозможно ни нарастить капитализацию ФНБ, ни обеспечить качественные финансовые инструменты и инвестиционные активы для долгосрочных сбережений. Принимая во внимание частичную изоляцию российского финансового рынка от внешнего сектора, необходимо прикладывать адекватные усилия для развития внутреннего финансового рынка, соответствующего текущим потребностям экономики страны.

Задача обеспечения валютной диверсификации активов ФНБ: есть ли решение в текущих условиях? / The task of ensuring currency diversification of the National Welfare Fund assets: Is there a solution in the current environment?

По состоянию на середину 2024 г. около 650 млрд руб., или 5 % средств ФНБ, размещено на банковских депозитах в ВЭБ.РФ с рублевой доходностью в интервале 4,75–6,0 %, то есть значительно (почти в два раза) ниже среднегодовой рублевой инфляции за последние 10 лет⁵. При этом золотовалютная структура ФНБ по состоянию на 1 июня 2024 г. представлена всего лишь тремя видами инструментов валютного рынка – китайскими юанями, золотом и рублями.

Возможность проведения валютной диверсификации активов ФНБ в прошлом позволяла получать достаточно высокую рублевую доходность на капитал, однако в текущих условиях в данной области возникли заметные затруднения [Балынин, 2024; Бенашвили, 2023]. Слабая валютная диверсификация ФНБ значительно увеличивает дисперсию его доходности в валютном исчислении в среднесрочной перспективе. Вместе с тем причины такой трансформации структуры активов фонда понятны и обусловлены объективными обстоятельствами – международными санкциями и де-факто экономической войной стран так называемой группы G7 против России.

Несмотря на то что в научной литературе периодически высказываются идеи о целесообразности валютной диверсификации портфеля ФНБ на основе пула «дружественных» валют (индийская рупия, бразильский реал, южноафриканский рэнд и другие валюты стран БРИКС), по словам Н.С. Шмиголь, в сложившихся условиях такие идеи сложно назвать рациональными [Шмиголь, 2020]. Совершенно очевидно, что накопление слабых и стабильно обесценивающихся валют, которые совсем не используются или используются в незначительных объемах во внешнеторговых операциях России, – это ошибочная инвестиционная стратегия, которая приведет к значительным убыткам в долгосрочной перспективе, не принесет никакого купонного или инвестиционного дохода и только сократит финансовый потенциал ФНБ в долгосрочной перспективе.

Представляется нецелесообразным инвестировать в инструменты с фиксированной доходностью, номи-

⁵ Министерство финансов. Сведения о размещении средств ФНБ на депозитах в ВЭБ.РФ. Режим доступа: https://minfin.gov.ru/ru/performance/nationalwealthfund/statistics?id_57=117699-svedeniya_o_razmeshchenii_sredstv_fnb_na_depozitakh_v_veb.rf (дата обращения: 10.12.2024)

нированные во второстепенных (не резервных) валютах, которые не входят в расчет индекса долл. США (ДХУ), за исключением финансовых активов, номинированных в китайском юане. Это обусловлено высокой инфляцией в странах-эмитентах подобных валют, высокой волатильностью и устойчивой девальвацией валютных курсов, что делает такого рода вложения более рискованными, чем вложения в рублевые активы, ухудшая качество инвестиционного портфеля ФНБ.

В сложившихся условиях классическая валютная диверсификация портфеля активов ФНБ не представляется ни возможной, ни целесообразной по соображениям обеспечения финансовой безопасности и сохранности располагаемых накоплений. В долгосрочной перспективе это могло бы быть приемлемо, но только при условии стабилизации глобальной финансовой инфраструктуры, устранения всех существующих ограничений, предоставления гарантий неприкосновенности права собственности и восстановления эффективных механизмов и инструментов его обеспечения и защиты.

Учитывая решения западных стран в 2022 г. о блокировке российских суверенных резервов на сумму около 300 млрд долл. США (по текущему курсу эта сумма равна 27,5 трлн руб., и она превышает текущий размер ФНБ в 2,3 раза), международный опыт управления активами суверенных фондов следует рассматривать с большими оговорками, особенно в части открытости и прозрачности, диверсификации, этических составляющих и законности (по меркам международного права).

Заключение / Conclusion

Проведен всесторонний анализ потенциала Фонда национального благосостояния России для финансирования расширенных программ пенсионного обеспечения в современных экономических и социальных условиях. Исследование показало, что, несмотря на явные преимущества ФНБ как инструмента для стабилизации финансовой ситуации и обеспечения долгосрочных резервов, его текущий размер и структура активов существенно ограничивают возможности использования фонда для целей долгосрочного пенсионного обеспечения.

В процессе анализа выявлен ряд проблем и вызовов, с которыми сталкивается ФНБ в контексте софинансирования программ негосударственного пенсионного обеспечения. Прежде всего, это недостаточная капитализация фонда для покрытия дефицита пенсионных выплат в долгосрочной перспективе. На 2024 г. размер ФНБ составляет лишь 6,8 % от ВВП, что в несколько раз меньше необходимого уровня для полно-

ценного финансирования пенсионных обязательств, при этом требуемая ликвидная часть фонда, ориентированная на покрытие дефицита пенсионной системы, должна составлять около 39–40 трлн руб.

Структура активов ФНБ, ориентированная преимущественно на стабильные финансовые инструменты с фиксированной доходностью, не соответствует оптимальной модели для долгосрочного и высокодоходного инвестирования, необходимого для покрытия растущих обязательств пенсионной системы. Этим объясняется низкая эффективность текущей инвестиционной стратегии, в том числе неэффективные вложения в акции и инфраструктурные проекты с отрицательной реальной доходностью, которые не способствуют увеличению капитализации фонда в долгосрочной перспективе.

Анализ мировых практик управления суверенными фондами показывает, что многие страны, обладающие крупными суверенными фондами, постепенно перераспределяют активы в сторону более рискованных, но потенциально более доходных инвестиционных инструментов, таких как акции, частные инвестиции и венчурный капитал. Однако для перехода к более рискованным стратегиям в России требуется увеличение размера ФНБ, что позволит диверсифицировать его активы и создать необходимый финансовый резерв для покрытия обязательств в долгосрочной перспективе. Без увеличения объемов фонда на два–три раза как минимум не представляется возможным создание эффективной пенсионной системы, способной обеспечить достойное качество жизни пенсионерам в будущем.

Одним из ключевых выводов настоящего исследования является необходимость пересмотра концепции и стратегии управления ФНБ с учетом более активного использования его ресурсов для финансирования расширенных пенсионных программ. Применение накопленного опыта зарубежных стран может стать основой для разработки долгосрочной стратегии ФНБ, ориентированной не только на стабильность, но и на рост. При этом особое внимание следует уделить созданию новых финансовых инструментов, которые будут способствовать увеличению доходности фонда без существенного увеличения рисков. Важно также учитывать необходимость формирования устойчивого внутреннего финансового рынка, который мог бы предоставить необходимые инструменты для долгосрочных сбережений.

Важным шагом на пути к эффективному использованию ФНБ является расширение инвестиционных возможностей фонда за счет внедрения новых типов активов, таких как инфраструктурные и долгосрочные облигации, программы с фиксированным доходом,

а также разработка новых форм государственного и частного софинансирования. Однако, несмотря на все теоретические преимущества, практическое воплощение таких стратегий требует значительных усилий со стороны государства в области финансовой политики, а также развития институтов гражданского общества и повышения финансовой грамотности населения.

С учетом существующих вызовов, включая демографическое старение населения, кризисные явления на внешних рынках и ограничения, накладываемые международными санкциями, управление ФНБ должно оставаться гибким и адаптивным к изменениям внешнеэкономической ситуации. В этом контексте

реализация стратегии роста фонда, направленной на создание устойчивой базы для социального обеспечения, является не только экономической, но и социальной необходимостью.

Потенциал ФНБ как источника финансирования расширенных пенсионных программ в России остается значительным, однако для его реализации требуется комплексная стратегия, включающая увеличение капитализации фонда, диверсификацию активов, реформу пенсионной системы и создание новых финансовых инструментов. Только в таком случае возможно обеспечить долгосрочную финансовую стабильность и эффективное пенсионное обеспечение для будущих поколений граждан России.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Аблаев Э.Ю., Сударев Д.А.* Бюджетные правила в системе приоритетов бюджетной политики России. ЭКО. 2024;5(54):202–223.
- Балынин И.В.* Трансформация золотовалютной структуры Фонда национального благосостояния в условиях актуальной геоэкономической реальности. Фундаментальные исследования. 2024;10:10–15. <https://doi.org/10.17513/fr.43681>
- Бенашвили И.С.* Современные вызовы и перспективы пенсионной системы в России. Экономическая безопасность. 2023;4(15).
- Берзон Н.И., Дорошин Д.И.* Особенности применения показателей эффективности финансовых инвестиций. Финансы и кредит. 2012;14(494):21–34.
- Дорофеев М.Л.* Актуальные проблемы управления средствами Фонда национального благосостояния РФ и пути их решения. Научные ведомости Белгородского государственного университета. Экономика. Информатика. 2019;4(46):652–668. <https://doi.org/10.18413/2411-3808-2019-46-4-652-668>
- Дорофеев М.Л.* Особенности управления Фондом национального благосостояния РФ в современных условиях. Известия высших учебных заведений. Экономика, финансы и управление производством. 2020;1(43):12–19.
- Дорофеев М.Л.* Трансформация пенсионной системы в России в условиях глобальных вызовов: пути и решения. Финансовая политика. 2023;3(21):77–89.
- Иванов В.И., Соколова Л.Е.* Роль государственной финансовой поддержки пенсионных программ в условиях глобальных экономических изменений. Экономика и прогнозирование. 2024;2(22):98–110.
- Кадацкая С.В., Суховерхова С.П.* Фонды, формируемые за счет нефтегазовых доходов бюджета: российский и зарубежный опыт. В кн.: Система финансового права в условиях цифровой трансформации экономических отношений: доктрина и правовая реальность: материалы Международной научно-практической конференции, Москва, 25 ноября 2022 г. М.: Российский государственный университет правосудия; 2023.

REFERENCES

- Ablaev E.Yu., Sudarev D.A.* Budgetary Rules in the System of Priorities of the Budgetary Policy of Russia. ECO. 2024;5(54):202–223. (In Russian).
- Balynin I.V.* Transformation of gold and currency structure of the National Welfare Fund in current geo-economic reality. Fundamental Research. 2024;10:10–15. (In Russian). <https://doi.org/10.17513/fr.43681>
- Benashvili I.S.* Modern challenges and prospects of the Russian pension system. Economic Security. 2023;4(15). (In Russian).
- Berzon N.I., Doroshin D.I.* Peculiarities of application of financial investments efficiency indicators. Finance and Credit. 2012;14(494):21–34. (In Russian).
- Dorofeev M.L.* Actual financial strategies for management of Russian National Welfare Fund. Nauchnye vedomosti Belgorodogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomika. Informatika. 2019;4(46):652–668. (In Russian). <https://doi.org/10.18413/2411-3808-2019-46-4-652-668>
- Dorofeev M.L.* Financial strategies for the National Welfare Fund of the Russian Federation in modern conditions. Izvestiya vysshikh uchebnykh zavedenii. Ekonomika, finansy i upravlenie proizvodstvom. 2020;1(43):12–19. (In Russian).
- Dorofeev M.L.* Transformation of the Russian pension system in the conditions of global challenges: strategies and solutions. Finansovaya politika. 2023;3(21):77–89. (In Russian).
- Ivanov V.I., Sokolova L.E.* Role of state financial support of pension programs in the conditions of global economic changes. Ekonomika i prognozirovaniye. 2024;2(22):98–110. (In Russian).
- Kadatskaya S.V., Sukhoverkhova S.P.* Funds formed at the expense of oil and gas revenues of the budget: Russian and foreign experience. In: Financial law system in the conditions of digital transformation of economic relations: Doctrine and legal reality: Proceedings of the International Scientific and Practical Conference, Moscow, November 25, 2022, Moscow: Russian State University of Justice; 2023. (In Russian).
- Knyazeva E.G., Shadurskaya M.M., Boitush O.A. et al.* Sovereign funds: Theory, evolution, foreign experience. Ekaterinburg: Ural Federal University; 2023. 126 p. (In Russian).
- Kutsuri G.N., Vasin E.A.* Sovereign funds management. Moscow: Unity-Dana; 2022. 198 p. (In Russian).

- Князева Е.Г., Шадурская М.М., Бойтуш О.А. и др.* Суверенные фонды: теория, эволюция, зарубежный опыт. Екатеринбург: Уральский федеральный университет; 2023. 126 с.
- Куцури Г.Н., Васин Е.А.* Управление суверенными фондами. М.: Юнити-Дана; 2022. 198 с.
- Лаврова С.Ю.* Долгосрочные экономические прогнозы для пенсионной системы России: текущие тенденции и вызовы. Проблемы социальной политики. 2022;4(17):46–59.
- Павлова Н.В.* Модели пенсионного обеспечения в странах с развивающейся экономикой: опыт и уроки для России. Вестник экономической теории. 2023;3(6):55–71.
- Сафонов А.Л., Угодников К.В.* Индексация пенсионных выплат: поиски баланса между инфляцией и изменением заработной платы в экономике. Финансы: теория и практика. 2022;1(26):156–168. <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2022-26-1-156-168>
- Соловьев А.К.* Проблемы применения коэффициента замещения как критерия эффективности пенсионной системы России. Проблемы прогнозирования. 2022;2(191):80–93.
- Талдонова С.С.* Промежуточные итоги и уроки программы софинансирования пенсий. Сибирская финансовая школа. 2021;3:73–78. <https://doi.org/10.34020/1993-4386-2021-3-73-78>
- Цвирко С.Э.* Суверенные фонды Сингапура: особенности инвестирования в современных условиях. Мировая экономика и мировые финансы. 2023;2(2):23–29. <https://doi.org/10.24412/2949-6454-2023-0100>
- Шмиголь Н.С.* Изменение инвестиционных стратегий суверенных фондов благосостояния. Финансовая жизнь. 2020;4:85–87.
- Lavrova S. Yu.* Long-term economic forecasts for the Russian pension system: Current trends and challenges. Social policy issues. 2022;4(17):46–59. (In Russian).
- Pavlova N. V.* Pension provision models in countries with developing economies: Experience and lessons for Russia. Vestnik ekonomicheskoi teorii. 2023;3(6):55–71. (In Russian).
- Safonov A. L., Ugodnikov K. V.* Indexation of pension payments: Finding a balance between inflation and wage changes in the economy. Finance: Theory and Practice. 2022;1(26):156–168. (In Russian). <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2022-26-1-156-168>
- Shmigol N. S.* Changing the investment strategies of sovereign wealth funds. Financial Life. 2020;4:85–87. (In Russian).
- Soloviev A. K.* Problems of Application of the Substitution Coefficient as a Criterion of Efficiency of the Pension System of Russia. Studies on Russian Economic Development. 2022;2(191):80–93. (In Russian).
- Taldonova S. S.* Interim results and lessons of the pension co-financing program. Siberian Financial School. 2021;3:73–78. (In Russian). <https://doi.org/10.34020/1993-4386-2021-3-73-78>
- Tsvirko S. E.* Sovereign funds of Singapore: features of investment under modern conditions. World Economy and World Finance. 2023;2(2):23–29. (In Russian). <https://doi.org/10.24412/2949-6454-2023-0100>