



26 февраля 2013 г.

О НЕОБХОДИМОСТИ ПЕРЕСМОТРА СТРАТЕГИИ ВЛОЖЕНИЯ И ЦЕЛЕВОГО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СРЕДСТВ НАЦИОНАЛЬНОГО ФОНДА РК

Безусловно, необходимость создания Национального фонда РК полностью оправдала себя, о чем наглядно свидетельствует его ведущая роль по стабилизации макроэкономической ситуации в Казахстане в ходе первой фазы (2007-10 годы) текущего глобального экономического кризиса.

За время существования Национального фонда РК объем накопленных средств вырос практически в 90 раз в долларовом выражении (без учета инфляции).

По итогам прошлого года его активы достигли 57,77 млрд долларов (+32,41% в годовом выражении), или более 27,5% от ВВП. Основными источниками поступлений в 2012 году остались налог на добычу полезных ископаемых от организаций нефтяного сектора (6,9 млрд долларов США) и корпоративный подоходный налог с юридических лиц-организаций нефтяного сектора (6,4 млрд долларов). Для сравнения, чистые международные золотовалютные резервы Национального банка РК за тот же временной период снизились на 3,5% до 27,75 млрд долларов США.

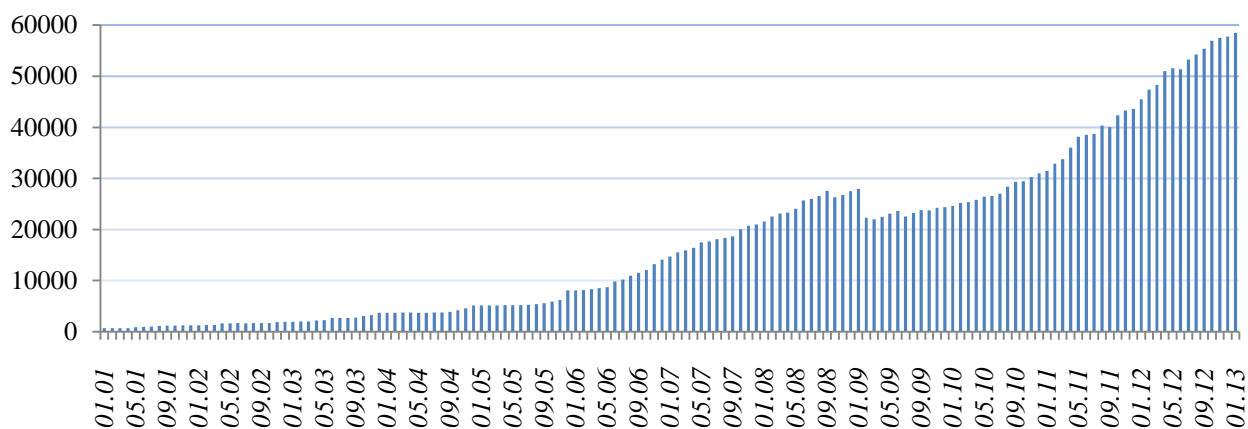


Рис. 1. Динамика изменения объема накопленных средств в Национальном фонде РК с момента основания по начало февраля 2013 года (в млн долларов США).

Источник: Национальный банк РК.

Вместе с тем, помимо функций долгосрочного накопления и макроэкономической стабилизации, стратегия развития Национальным фондом РК по-прежнему ориентируется преимущественно на монетаристскую модель денежно-кредитного регулирования в рамках политики Национального банка РК. Она подразумевает достижение через массивную финансовую «накачку» Фонда относительно краткосрочных макроэкономических задач, таких как регулирование уровня инфляции и изъятие излишней денежной массы для нивелирования сценария «голландской болезни». Это так называемая «стерилизационная» функция Национального фонда РК.

Необходимо признать, что данный подход актуален, прежде всего, для развитых государств с высокой нормой внутренних сбережений, монетарные инфляционные риски для которых играют приоритетную роль.

Подобная модель не учитывает развивающийся статус экономики Казахстана, подразумевающий недостаток внутренних финансовых ресурсов, повышенную необходимость в свободной ликвидности и крупномасштабных капиталовложениях в дальнейшее развитие и диверсификацию реального сектора экономики (к примеру, только по линии «Самрук-Казына» осуществляется или планируется к реализации 157 инвестиционных проектов на сумму около 101 млрд долларов США).

Таким образом, в условиях осуществления в стране целого ряда капиталозатратных макроэкономических национальных программ, низкой монетизации экономики и высокой стоимости денежных средств на внутреннем рынке Фонд не выполняет функций развития – долгосрочные задачи, образно выражаясь, приносятся в жертву краткосрочным. Основные средства Фонда вложены в валютные и долговые активы вне национальной

юрисдикции. Среди прочего, на государственном уровне не осуществляется комплексная оценка долгосрочных отрицательных последствий для национальной экономики неограниченного изъятия денежных средств в Национальный фонд РК, в том числе с точки зрения скрытого оттока капитала из страны при вложении средств Фонда в зарубежные облигационные и валютные активы.

В сложившейся ситуации при реализации экономической политики в целом и крупных проектов в частности, Казахстан из-за низкого уровня ликвидного капитала, доступного отечественному бизнесу, вынужден «компенсировать» изымаемые из внутреннего «оборота» финансовые средства через активное привлечение зарубежных инвестиций и заемных ресурсов, которые не всегда учитывают долгосрочные задачи, стоящие перед страной.

Это усиливает волатильность национальной финансовой системы, повышает зависимость экономического развития страны от внешней конъюнктуры и коммерческих условий, выдвигаемых иностранными инвесторами и кредиторами. Кроме того, ориентация на внешние кредитные ресурсы способствует дальнейшему ухудшению платежного баланса страны в расчете на долгосрочный период.

В частности, с января 2003 по сентябрь 2012 года, по оценкам Национального банка РК, валовой внешний долг Казахстана увеличился в 7,4 раза – с 18,25 млрд долларов США до 134,88 млрд долларов США соответственно (включая межфирменную задолженность). Таким образом, валовой внешний долг составил 67,3% к ВВП, без учета межфирменной задолженности – 34,5% к ВВП. Для сравнения, общий нетто-приток прямых и портфельных иностранных инвестиций в Казахстан составил на сентябрь 2012 года 22,41 млрд долларов США (валовой приток – 177,72 млрд долларов США, валовой отток – 155,31 млрд долларов США).

На сентябрь 2012 года в структуре внешнего долга на сектор государственного управления приходится только 4,55 млрд долларов США, на банковско-финансовые институты – 14,03 млрд долларов США. Остальное (115,74 млрд долларов) – долговые обязательства предприятий и организаций реального сектора экономики. Подобные объемы внешней задолженности наглядно демонстрируют действительный уровень потребности национальной экономики в свободном капитале, в том числе для пополнения оборотных средств крупных казахстанских компаний и для реализации стратегических проектов.

Совокупные платежи по погашению и обслуживанию валового внешнего долга только в 2013 году составят 15,18 млрд долларов США (из них выплаты по процентам – 4,47 млрд долларов США), в 2014 году – 11,14 млрд долларов США (3,93 млрд долларов США соответственно). Более того, привлечение в реальный сектор экономики коммерческого заемного капитала из-за рубежа осуществляется по значительно более высоким ставкам (в основном по фиксированным ставкам от 5-6% и выше, зачастую более 15%), чем доходность размещения средств Национального фонда РК (1,37% - по итогам 2011 года).

В данном контексте Казахстан несет многомиллиардные убытки. На этом фоне за последнее десятилетие в силу тех или иных причин наблюдались значительные задержки в реализации целого ряда стратегических проектов национального уровня (в том числе высокорентабельных), приоритетно ориентированных на иностранные инвестиции или внешний заемный капитал ввиду нехватки внутренних инвестиционных ресурсов и достаточных источников рефинансирования по низким ставкам.

Среди таких проектов можно выделить строительство Атырауского ГХК, модернизацию всех трех НПЗ, расширение и реконструкцию Экибастузских ГРЭС-1 и ГРЭС-2, строительство Балхашской ТЭС т.д. В случае более активного использования государственных средств на возвратной основе, их реализация могла быть потенциально осуществлена в значительно более сжатые сроки, что имело бы мультипликативный макроэкономический и социальный эффект.

С учетом развивающегося статуса экономики Казахстана и ряда других факторов, степень действительного влияния стерилизационной функции Национального фонда РК на экономическую ситуацию в стране, прежде всего и на замедление темпов инфляции в долгосрочном периоде, представляется неоднозначной и переоцененной.

За 2001-12 годы средний уровень инфляции, несмотря на массовый приток иностранных инвестиций и «дорогих» кредитов, находился на уровне 8,2% (в стабильном коридоре от 6% до 9,5%, за исключением 2007 года – 18,8% в годовом выражении). Эти показатели не сопоставимы с темпами роста объема денежной массы в стране – так, денежный агрегат M2¹ в совокупности за тот же период времени увеличился в 31,4 раза (с 271,85 млрд тенге на начало 2001 года до 8 546,62 млрд тенге на конец прошлого года). К разгону инфляции не привели и вливания крупных капиталовложений со

¹ Объем в обращении наличных денег, срочных депозитов, чеков, вкладов до востребования.

стороны государства в рамках стратегических программ развития, антикризисных мер и инициатив по поддержке бизнеса, реализуемых в последние годы.

Таким образом, при реализации политики резервирования государственных средств не в полной мере учитывается, что инфляция в Казахстане в основном не зависит от монетарных факторов. В условиях низкого уровня монетизации экономики, сложившийся уровень инфляции преимущественно обуславливается внешними факторами (ввиду высокой зависимости страны от импорта), а также является следствием монопольного ценообразования, регулярной индексации зарплат, пенсий и социальных выплат, ряда иных системных причин.

Вывод – без дальнейшей активизации развития национальной экономики при прямой государственной поддержке и без стимулирования постоянного роста внутреннего спроса уровень инфляции не может быть снижен до показателей ведущих европейских экономик и США. Искусственное занижение инфляции как приоритет государственной экономической политики будет продолжать оказывать долгосрочный негативный эффект на экономику страны.

Ситуация 2007-10 годов продемонстрировала и недостаточную эффективность антикризисной функции, в том числе с точки зрения трудностей по оперативной конвертации и привлечению финансовых средств Фонда, инвестированных в «высоколиквидные» международные позиции. Кроме того, по официальной информации, из 1 088 млрд. тенге, выделенных на реализацию антикризисных мер, возвращено только 331 млрд тенге. Однако подобный результат в целом ожидаем, так как их значительная часть была направлена в неликвидные убыточные активы (БГА и т.д.).

На подобном фоне значительную обеспокоенность вызывает недостаточная доходность размещения и эффективность вложения средств Национального фонда РК в консервативные активы.

В частности, по данным Национального банка РК, среднегодовая доходность Национального фонда РК с момента его учреждения по середину 2012 года составила около 4,51% в базовой валюте (долларах США), при этом совокупный инвестиционный доход – около 6,2 млрд долларов США. Ставка ежегодной доходности в последние годы имеет тенденцию к постепенному снижению (по итогам 2011 года, согласно аудиту банка-кастодиана BNY Mellon, – 1,37%, причем доходность стабилизационного портфеля – только 0,273%), а по итогам 2008 года было вовсе зафиксировано ее отрицательное значение (-2,8%). Для сравнения, официальная

среднегодовая долларовая инфляция за период с 2000 по 2011 годы находилась на уровне 2,54%, тем самым позиционируя реальную среднегодовую доходность Национального фонда РК на уровне менее 2% в год.

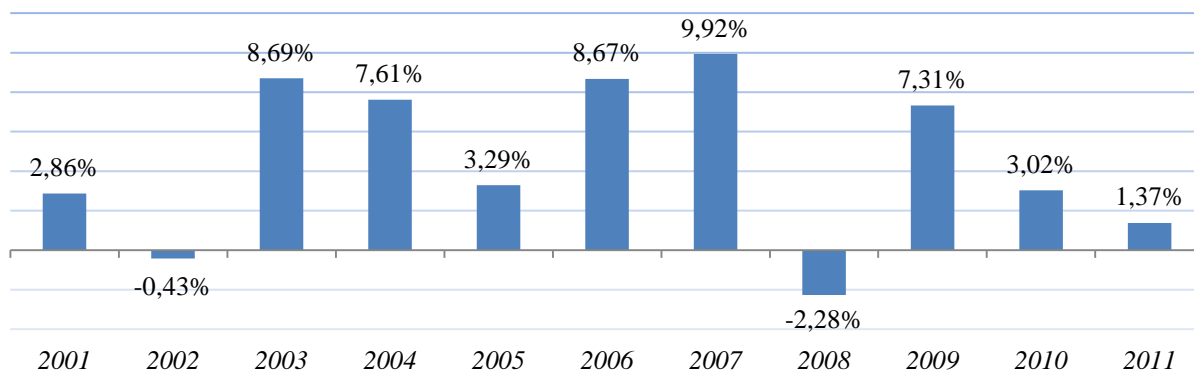


Рис. 2. Показатели доходности Национального фонда РК с момента основания.

Источник: Указ Президента РК «Об утверждении отчета о формировании и использовании Национального фонда Республики Казахстан за 2011 год».

Стоит признать, что это характерно для большинства суверенных фондов, представленных на глобальном рынке, которые приоритетно вкладывают средства в высоколиквидные международные активы, такие как корзина ведущих мировых валют и долговые облигации стран с высоким кредитным рейтингом. К примеру, среднегодовая доходность Резервного фонда России (с момента его создания в январе 2008 года по конец декабря 2012 года) составляет 2,28%, Государственного пенсионного фонда Норвегии (с января 1998 по декабрь 2011 года) – 4,5% и т.д.

В основном получаемый инвестиционный доход Национального фонда РК по-прежнему обуславливается не эффективной стратегией консервативного вложения средств, а благоприятной курсовой валютной разницей на международном рынке (инвестирование проводится более чем в 10 ведущих валют).

Ряд валютных категорий (в том числе евро), в которые вкладывается основная часть средств Фонда, по-прежнему остаются в зоне риска, ввиду как сохранения кризисных тенденций в мировой экономике, так и действий национальных правительств/наднациональных органов по их скрытой девальвации. Кроме того, относительно субпортфеля Фонда, в который включены облигации и ценные бумаги стран Еврозоны, также значительны опасения, связанные с долгосрочной «устойчивостью» и прибыльностью ряда европейских долговых обязательств. К примеру, это касается не только суверенных облигаций Испании и Италии, но и Франции, которая уже в

обозримой перспективе может столкнуться с серьезными долговыми и макроэкономическими проблемами, критическими для всей Евразии.

Недостаточный учет возможных рисков в ходе управления Фондом в состоянии оказать серьезное воздействие на инвестиционную доходность и сохранность вложений на валютном и долговом рынке.

Новый взгляд на деятельность Национального фонда РК

В 2011 году руководство страны официально подчеркнуло необходимость пересмотра приоритетов деятельности Национального фонда РК, сформулированных в действующей Концепции формирования и использования средств Национального фонда РК от 2010 года, в целях более полного учета долгосрочных задач и повышения устойчивости экономического развития Казахстана, а также повышения общей доходности через диверсификацию портфеля инвестиций. Стоит отметить, что действующая Концепция предусматривает усиление именно сберегательной направленности Фонда в рамках достаточно размытой трактовки – «перераспределение сбережений между поколениями».

Несмотря на поручение руководства РК, до сих пор не завершены работы по определению параметров и условий использования Национального фонда РК, включая модели оценки рисковости инвестиций, таргетирования предельно допустимых объемов внутреннего инвестирования средств Фонда и определения приоритетных инструментов их вложения. Задержки обуславливаются, в том числе, ограниченными инфраструктурными и кадровыми возможностями.

На сегодняшний день речь идет преимущественно о повторном использовании возвращаемых в Национальный фонд РК средств антикризисной программы, а также о выделении через ФНБ «Самрук-Казына» облигационного займа АО «НК «КазМунайГаз» в размере 4 млрд долларов США двумя траншами в 2013 и 2015 годах. Кроме того, часть средств Национального фонда используется для решения широкого круга национальных задач в рамках ежегодного гарантированного трансферта в республиканский бюджет в размере 8-9,3 млрд долларов США (2013 год – 1,38 трлн тенге, в 2014-м и 2015-м – по 1,188 трлн тенге, с учетом прогнозного курса: 1 доллар США = 148,5 тенге).

Однако, перечисленные шаги не носят структурированный, в расчете на долгосрочную перспективу, характер и представляются недостаточными для достижения эффективных макроэкономических результатов. К примеру, ежегодный гарантированный трансферт осуществляется исключительно в

целях стабилизации республиканского бюджета, а функция макроэкономического стимулирования осуществляется лишь опосредованно (при этом механизм его распределения и использования полностью непрозрачен).

В данном контексте представляется важным осуществить в как можно более сжатые сроки частичную переориентацию Национального фонда РК на долгосрочные цели национального развития.

Несмотря на ряд потенциальных рисков, в том числе связанных с ростом коррупционных возможностей и нецелевым использованием части средств Фонда, это позволит заметно расширить возможности государства по проведению сбалансированной политики развития и диверсификации реального сектора экономики, а в перспективе – повышению доходной части госбюджета, улучшению качества жизни казахстанцев и т.д. Некоторое усиление инфляционного давления (в пределах 0,5-1,5 процентных пунктов ежегодно) должно рассматриваться в качестве потенциально допустимого следствия политики по использованию части средств Национального фонда для нужд национального развития.

В первую очередь, целесообразно структурно разделить Национальный фонд РК с учетом принципов Сантьяго² на **Стабилизационный фонд (Фонд будущих поколений)** и **Фонд развития**, каждый из которых будет ориентироваться на собственные модели инвестирования и сохранения государственных финансовых активов.

Стабилизационный фонд призван выполнять текущие сберегательную и частично – стерилизационную функции Национального фонда РК с использованием консервативной модели инвестирования в высоколиквидные диверсифицированные портфели международных долговых и валютных инструментов.

В структуре полномочий Стабилизационного фонда целесообразно закрепить осуществление гарантированного трансферта в республиканский бюджет. Вместе с тем, необходимо рассмотреть возможность частичной передачи в Стабилизационный фонд неосвоенных по итогам финансового года средств республиканского бюджета.

² Базовые принципы деятельности суверенных фондов (СФ) или «принципы Сантьяго» разработаны Международной рабочей группой в составе 26 стран-членов МВФ, имеющих СФ. Были утверждены в октябре 2008 года на совещании Группы в столице Чили – Сантьяго, отчего и получили свое название. Применяются на добровольной основе. Всего имеется 24 базовых принципа деятельности СФ, определяющих прозрачные структуры управления, надлежащие требования в отношении регулирования и раскрытия информации, а также методы инвестирования и управления рисками, основанные на коммерческих началах.

В Стабилизационный фонд будет приоритетно направляться основная часть резервных накоплений, поступающих от нефтегазовых сверхдоходов.

Стоит отметить, что в качестве дополнительной «подушки» долгосрочной финансовой безопасности для государства выступают золотовалютные резервы Национального банка РК, также осуществляющие сберегательную функцию. При этом Национальный банк РК должен в обозримой перспективе играть более существенную роль в осуществлении стерилизационной функции, которая на текущий момент осуществляется Национальным фондом РК.

В основу **Фонда развития** должно лечь инвестирование приоритетно в национальные активы (включая фондовый рынок), в целях стимулирования экономического развития и укрепления реального сектора экономики на основе диверсифицированного подхода, а также в высокодоходные зарубежные активы.

Доверительное управление активами Фонда развития целесообразно оставить за АО «Национальная инвестиционная корпорация Национального Банка Казахстана», созданным осенью 2012 года.

В качестве модели работы Фонда можно использовать наработки, апробированные французским суверенным фондом Fonds Strategique d'Investissement, Китайской инвестиционной корпорацией CIC, бразильским суверенным фондом Fundo Soberano do Brasil и иными. Кроме того, следует обратить внимание:

во-первых, на проводимую в России реформу системы государственного стратегического накопления в целях усиления роли российского Фонда национального благосостояния в обеспечении макроэкономического развития;

во-вторых, на находящийся в процессе создания суверенный фонд Израиля по управлению доходами от добычи нефти и газа, который также будет ориентироваться на финансовую поддержку национальной экономики.

Представляется желательным введение «привязки» предельной нормы накопления средств в Фонде развития к потолку от 7% до 10% от ВВП в долларовом выражении (соответствует текущему уровню 14,5-20,5 млрд долларов США), что является достаточным уровнем резервирования в расчете на долгосрочную перспективу. Подобное ограничение объясняется необходимостью исключить сценарий чрезмерного притока финансовых средств в экономику Казахстана, не обеспеченных достаточной базой активов. Вместе с тем, привязка уровня накоплений к ВВП будет способствовать постепенному росту объемов Фонда развития в зависимости

от состояния национальной экономики и внешней макроэкономической конъюнктуры.

В основные направления деятельности Фонда, осуществляемые совместно с ФНБ «Самрук-Казына» и на основе частно-государственного партнерства, целесообразно включить:

- предоставление долгосрочного льготного кредитования, облигационных займов или возвратного соинвестирования на основе разделения рисков для стратегических проектов национального уровня с длительной окупаемостью, прежде всего капиталоемких инфраструктурных проектов, крупных проектов в сфере машиностроения, электрогенерации, нефтепереработки и нефтехимии, разведки/добычи нефти и газа (особенно на шельфе);

- соинвестирование на возвратной основе в высокодоходные крупные частные активы на основе разделения рисков с крупными стратегическими инвесторами, в том числе иностранными;

- соинвестирование на возвратной основе или приобретение долей участия в высокорентабельных крупных зарубежных промышленных и инфраструктурных активах, способных оказать содействие казахстанскому экспорту и технологической модернизации национальной экономики;

- размещение на регулярной основе длинных портфельных инвестиций в размере до 10% от общего объема Фонда в ценные бумаги отдельных казахстанских «голубых фишек» реального сектора экономики с высокой нормой доходности (миноритарные пакеты не более 5-10% участия), включая участие в IPO отдельных субъектов государственного и квазигосударственного секторов на площадках KASE и LSE;

- инвестирование до 15% от общего объема Фонда в высокодоходные международные активы повышенного уровня риска, включая корпоративные ценные бумаги, паи инвестиционных фондов и облигации ряда развивающихся стран с достаточным рейтингом долгосрочной кредитоспособности (Бразилия, Россия, Индия), для повышения инвестиционной доходности Фонда.

В целях избежания дополнительных рисков, неиспользованные средства Фонда развития, в том числе не вложенные в высокодоходные фондовые позиции, целесообразно продолжать размещать в высоколиквидных международных активах (долговые обязательства развитых стран с высоким кредитным рейтингом и корзина стабильных валют).

Однако, крайне нежелательно позиционировать Фонд развития в качестве «подобия» стратегического инвестиционно-кредитного института.

Вложение инвестиционных средств должно носить точечный, выборочный характер, охватывая крайне ограниченное число рентабельных капиталозатратных стратегических проектов, которые не требовали бы в дальнейшем постоянной подпитки из средств Фонда или институтов развития.

В этом смысле, деятельность Фонда не должна акцентировать исключительное внимание на поддержке МСБ, инновационных производств и прочие функции, которые закреплены за другими институтами развития, прежде всего ФНБ «Самрук-Казына». Следует придерживаться перестраховочного подхода при использовании средств Фонда для реализации невозвратных в финансовом отношении проектов (автомагистрали и т.п.) в случае наличия возможностей привлечения льготного кредитования с внешних долговых рынков, прежде всего со стороны международных институтов развития (Всемирный банк, АБР, ИБР и др.). Фонд развития ввиду существующих рисков не должен осуществлять вложение государственных средств в волатильные спекулятивные позиции (металлы, нефтяные фьючерсы), даже несмотря на возможность получения высокой нормы прибыли. Это касается и операций с недвижимостью.

Инвестиционный доход, получаемый от деятельности Фонда развития, потенциально может направляться на выплату и обслуживание внешнего государственного долга РК, или в государственный бюджет в качестве целевых трансфертов. Тем не менее, важно учитывать, что использование Фондом развития более рискованной модели управления и более агрессивной стратегии инвестирования не позволит учитывать часть его средств в составе международных резервов Казахстана, которые по критериям МВФ должны обладать высокой ликвидностью и соответствующими кредитными рейтингами.

Значительное внимание следует уделить повышению прозрачности, регулярному аудиту, выстраиванию понятной и открытой системы «бенчмаркинга» деятельности Фонда развития в целях недопущения нецелевого использования средств и усиления общего мониторинга эффективности инвестиций. В частности, степень раскрытия информации должна включать такие аспекты, как общий баланс доходов/расходов проведенных операций, приток резервных накоплений, детальная структура объектов инвестирования и портфеля ценных бумаг, и т.д.

Целесообразно создание финансового комитета по контролю над деятельностью Фонда развития в составе первых руководителей профильных министерств и ведомств Правительства РК (МИНТ РК, Минфин РК и т.д.),

Национального банка РК, а также отдельных депутатов Парламента РК. Также требуется проведение активной кампании по популяризации и разъяснению необходимости создания Фонда развития среди населения РК.