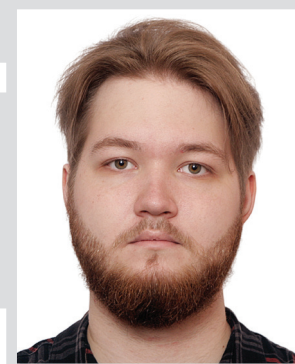


УДК 336.14

DOI: 10.24412/1998-5533-2025-1-126-131

**Управление средствами Фонда национального благосостояния  
в условиях современных вызовов и рисков****Шмиголь Н.С.**

Кандидат экономических наук, доцент,  
профессор кафедры общественных финансов финансового факультета  
Финансового университета при Правительстве РФ (Москва)

**Волга Н.С.**

Студент финансового факультета  
Финансового университета при Правительстве РФ (Москва)

*Статья посвящена анализу управления средствами Фонда национального благосостояния (ФНБ) в условиях геополитических рисков и санкционного давления на российскую экономику. Целью исследования является уточнение правового режима управления ФНБ с учетом действующих с 2022 г. новых макроэкономических вызовов и шоков, обоснование изменений в инвестиционной декларации, которые будут способствовать росту ликвидной части фонда и доходности от управления его средствами. Рассмотрены вопросы инвестиционной декларации ФНБ, структура инвестиционного портфеля фонда, их соответствие целевому назначению фонда и цели управления активами фонда. Сделан вывод о необходимости трансформации инвестиционной декларации и модернизации управления ФНБ. По итогам работы сформулированы направления дальнейшего совершенствования управления средствами Фонда национального благосостояния как в части изменения инвестиционной декларации, так и фактической структуры активов фонда.*

**Ключевые слова:** Фонд национального благосостояния, нефтегазовые доходы, федеральный бюджет, бюджетная устойчивость, контрциклическая бюджетная политика

**Для цитирования:** Шмиголь Н.С., Волга Н.С. Управление средствами Фонда национального благосостояния в условиях современных вызовов и рисков // Вестник экономики, права и социологии. 2025. № 1. С. 126–131. DOI: 10.24412/1998-5533-2025-1-126-131.

В условиях продолжающегося санкционного давления на российскую экономику и сохраняющейся нестабильности мировой экономики возникает запрос на рост качества управления государственными финансовыми резервами, среди которых одно из главных мест занимает Фонд национального благосостояния (далее – ФНБ, Фонд). Созданный первоначально как фонд будущих поколений, ФНБ

в современных условиях имеет многоцелевое назначение, выступая и как источник сбалансированности федерального бюджета, и как государственный финансовый резерв, который используется для поддержки отдельных секторов и организаций в условиях реализации непредвиденных шоков. К таким шокам относятся периоды пандемии COVID-19 и постпандемийного восстановления, санкции в от-

ношении российских организаций финансового и нефинансового секторов экономики, сокращение инвестиционных ресурсов в связи с жесткой политикой мегарегулятора в отношении процентной ставки и ограничением доступа российских организаций на мировые рынки капитала.

В теории суверенный фонд благосостояния ФНБ выполняет цели, определенные собственником в лице Правительства РФ в его инвестиционной стратегии, осуществляя инвестиционную деятельность путем размещения средств фонда в разрешенные классы финансовых активов. Возможности и направления размещения средств Фонда, состав разрешенных для инвестирования активов, их предельные доли в составе инвестиционного портфеля определены инвестиционной декларацией Фонда национального благосостояния в ст. 96.11 Бюджетного кодекса Российской Федерации (далее – БК РФ) [1; 2] и Постановлении Правительства от 19.01.2008 г. № 18 «О порядке управления средствами Фонда национального благосостояния (далее – Постановление № 18) [3].

Вместе с тем в Постановление № 18 с момента его принятия и до 2024 г. включительно изменения вносились 42 раза. Наибольшее число изменений было внесено в первую волну санкций на российские коммерческие банки в 2014–2015 гг. (5 и 3 соответственно) и в период беспрецедентного санкционного давления на российскую экономику в 2022–2023 гг. (4 и 3 соответственно). В результате роль ФНБ расширилась не только как источника сбалансированности федерального бюджета в связи с недостаточным поступлением нефтегазовых доходов в федеральный бюджет, но и как антикризисного инструмента в периоды, когда Правительству РФ приходится реализовывать антикризисные программы, новые инвестиционные проекты в условиях ограниченности инвестиционных ресурсов и необходим дополнительный бюджетных импульс. Такие трансформации отразились и на инвестиционной деятельности ФНБ, структуре его инвестиционного портфеля, который в его текущем состоянии не соответствует заявленной в п. 2 ст. 96.11 Бюджетного кодекса РФ цели управления средствами ФНБ – «обеспечение их сохранности и стабильного уровня доходов от размещения в долгосрочной перспективе».

Несмотря на фактическую трансформацию инвестиционной деятельности ФНБ и весьма скромную доходность от управления его активами, данные аспекты его функционирования в последнее десятилетие остаются за пределами исследований российских ученых. Научные публикации и исследования, затрагивающие управление ФНБ в этот период, посвящены бюджетным правилам [4–7], инструментам надлежащей бюджетной политики [8; 9], управлению нефтегазовыми доходами федерального бюджета. Однако в текущих макроэкономических условиях

развития российской экономики и в контексте обеспечения стабильной финансовой базы для достижения национальных целей развития тема управления ФНБ заслуживает большего внимания со стороны научного и экспертного сообщества.

Анализ правовых норм ст. 96.11 БК РФ, регламентирующей управление средствами ФНБ, показывает, что установленные в ней нормативы ликвидных средств Фонда в 7 и 10 % ФНБ, при которых разрешается инвестировать в разные классы активов, помимо размещения средств на депозиты и банковские счета в Банке России, не являются достижимыми в условиях, когда средства ФНБ используются для обеспечения бюджетного импульса. Начиная с 2022 г., происходит существенное сокращение ликвидной части средств ФНБ в результате его активного использования не только как источника финансирования дефицита федерального бюджета, но и как источника поддержки крупных государственных финансовых и нефинансовых корпораций и реализации инфраструктурных проектов.

Так, если в 2023 г. объем средств ФНБ на счетах, размещенных в Банке России (счета по размещению в китайские юани, в золото, в рубли), составлял 2,9 % ВВП или 41,9 % общего объема средств фонда на конец года, то, согласно предварительной оценке исполнения федерального бюджета, в конце 2024 г. ликвидная часть фонда снизилась до 1,9 % ВВП или 33,4 % общего объема средств фонда на конец года, а на конец 2025–2027 гг. ее величина запланирована в размере 2,7, 3,3, 3,7 % ВВП соответственно.

Анализ инвестиционной декларации ФНБ в Постановлении № 18 также показывает, что состав разрешенных финансовых активов для инвестирования средств Фонда и их предельно допустимая величина не в полной мере соответствуют целевому назначению ФНБ и текущим условиям развития российской экономики (табл. 1).

В инвестиционной декларации Фонда установлено, что «максимальная доля долговых обязательств иностранных государств может составлять 100 %» [3], что не соответствует целевому назначению Фонда, особенно в условиях сложившейся рыночной и политической конъюнктуры. Если представить ситуацию, при которой все средства ФНБ размещены только в долговые обязательства иностранных государств, то накопления и сбережения граждан и покрытие дефицита федерального бюджета будет напрямую зависеть от долговой устойчивости и платёжеспособности другого государства. Вместе с тем при реализации международных проектов с участием России, например, для восстановления «Северного потока», можно предусмотреть, при необходимости выделение средств из ФНБ, в том числе в долговые обязательства той страны, которая согласится помочь с ремонтом или прокладкой нового газопровода.

**Таблица 1**  
**Состав и предельная величина активов ФНБ**

Финансовый актив	Максимальная доля
Долговые обязательства иностранных государств	100 %
Долговые обязательства иностранных государственных агентств и центральных банков	30 %
Долговые обязательства международных финансовых организаций	15 %
Государственные ценные бумаги РФ	50 %
Депозиты и остатки на банковских счетах в Центральном банке РФ	100 %
Долговые обязательства юридических лиц	50 %
Акции юридических лиц	50 %
Инфраструктурные проекты с участием РФПИ)*	не более 290 млрд руб.
Долговые обязательства и акции российских юридических лиц, связанных с инфраструктурными проектами (с участием Росатом)	не более 290 млрд руб.

Источник: составлено по данным Постановления Правительства РФ № 18 [3].

Исходя из инвестиционной декларации, до 30 % инвестиционного портфеля ФНБ может состоять из обязательств иностранных агентств и центральных банков, а до 15 % – из обязательств международных финансовых организаций. Фактически даже при устранении возможности вложения Фонда в облигации и иные обязательства иностранных государств получается, что ФНБ на 45 % может состоять из «зарубежных активов», что также не соответствует целям фонда и не учитывает санкционные ограничения, при которых отсутствует возможность инвестирования средств Фонда на мировых финансовых рынках. Кроме того, зачастую доходность данных инструментов обычно минимальна из-за высокой надежности данного класса активов. С другой стороны, в современных условиях понимание надежности изменилось: даже несмотря на стабильные выплаты и отсутствия дефолтов у развитых стран, выпускающих данные облигации, нельзя говорить о сохранении средств из-за их возможной заморозки.

Несмотря на признанную надежность государственных облигаций, учитывая современную конъюнктуру, доход от инвестирования в государственные облигации должен быть ощутимо выше уровня инфляции, чтобы можно было считать его тем инструментом, в который стоит вкладываться Фонду для выполнения своих целей в части направления средств ФНБ для долгосрочного сбалансирования (покрытия дефицита) федерального бюджета и бюджета Социального фонда России в части обязательного пенсионного страхования.

Максимальная доля ликвидных активов (на счетах Банка России и депозитах в нём), заявленная в инвестиционной декларации ФНБ, составляет 100 %, что является целесообразным при стабилизирующей роли Фонда для сбалансирования фе-

дерального бюджета, но не для сбалансирования бюджета Социального фонда России в части обязательного пенсионного страхования, учитывая неблагоприятный тренд демографической ситуации. Очевидно, что депозиты в Банке России не могут приносить достаточный инвестиционный доход, который соответствует цели управления ФНБ – «обеспечение сохранности средств и стабильного уровня дохода от их размещения в долгосрочной перспективе», в том числе из-за стремления Банка России регулировать темп инфляции и курс рубля.

Важно подчеркнуть, что оценка эффективности управления средствами ФНБ затруднена в силу отсутствия целевых показателей доходности по разным классам активов. В мировой практике управления средствами суверенного фонда эталонные портфели или набор бенчмарков обычно

применяются как минимум для таких активов, как акции и облигации. В нашем случае оценить эффективность управления средствами ФНБ можно, сопоставив доходность каждого класса активов с уровнем инфляции как минимум за период до 2023 г., пока Банк России не начал ужесточение монетарной политики в отношении ключевой ставки (рис. 1), а также оценив диверсификацию активов фонда.

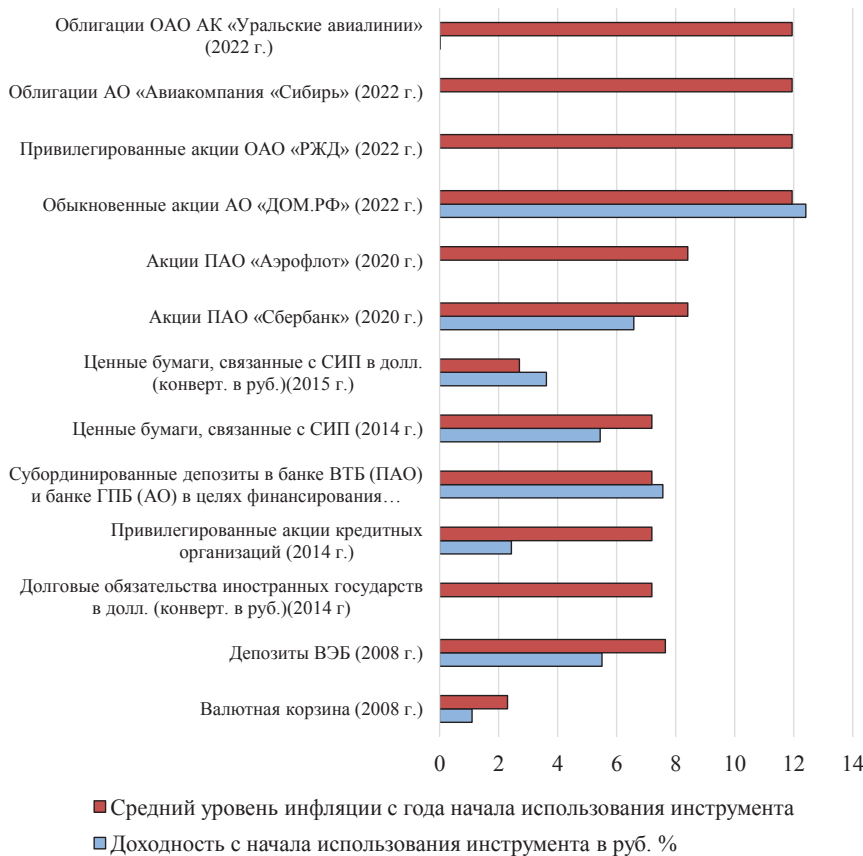
Из данных рисунка 1 видно, что, помимо валютной корзины, только три актива инвестиционного портфеля ФНБ с года начала их использования показывали доходность выше среднего уровня инфляции: ценные бумаги, связанные с самокупаемыми инфраструктурными проектами в долларах, субординированные депозиты в банке ВТБ (ПАО) и Газпромбанк (АО) в целях финансирования самокупаемых инфраструктурных проектов и обыкновенные акции АО «ДОМ.РФ». При этом доля низкодоходных активов, которые не обеспечивали сохранность средств ФНБ, а, напротив, приводили к обесценению, составляла порядка 40 %.

Структура инвестиционного портфеля ФНБ по состоянию на начало 2025 г. имеет следующий вид (см. рис. 2).

Помимо средств, размещенных на счетах в Банке России, большую долю других активов ФНБ занимают средства, размещенные в обыкновенные акции ПАО «Сбербанк» – 26,3 % величины Фонда или 66 % объема средств, вложенных в акции российских компаний. Для суверенного фонда стабилизационного типа размещение такой доли средств в акции одной компании имеет серьезные инвестиционные риски.

Депозиты в ВЭБ.РФ также занимают существенную долю как в структуре Фонда (658 589,4 млн руб. или 8 %), так и достаточную долю в доходах от

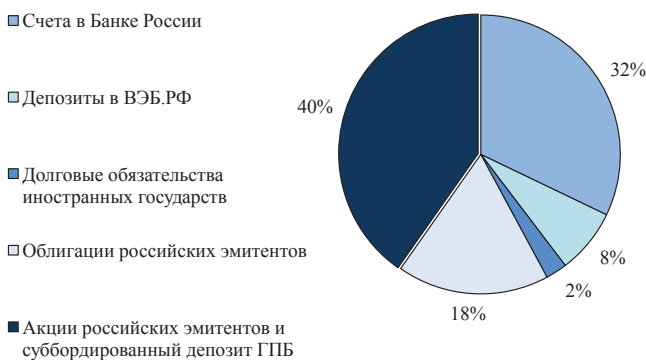




**Рис. 1. Доходность управления активами ФНБ с года их появления в инвестиционном портфеле (указано в скобках) в сравнении со средним уровнем инфляции, % (период 2008-2022 гг.)**

Источник: составлено и рассчитано по материалам официального сайта Минфина России и Росстата России [10; 11].

управления средствами ФНБ (1712,4 млн руб. зачислено в федеральный бюджет в 2024 г.) [11]. Полученные средства направляются на инвестирование в различные проекты, в том числе по программе «Фабрики финансирования». Можно говорить о результативности данных вложений для развития экономики Российской Федерации, которые также являются довольно ликвидными: например, ВЭБ.РФ досрочно погасил в 2024 г. часть депозитов, которые были направлены на приобретение вагонов для Московского метро [11]. С другой стороны, регулирование вложений средств ФНБ в депозиты ВЭБ.РФ,



**Рис. 2. Структура активов ФНБ на 1 января 2025 г.**

Источник: составлено по данным Минфина России [11].

как и требования к доходности по таким депозитам, не являются полностью прозрачными.

Дискуссионным вопросом также являются предельно допустимые доли инвестирования средств ФНБ в акции и долговые обязательства юридических лиц (без учета инвестиций, связанных с реализацией инфраструктурных проектов). В Постановлении № 18 не прописано ограничение на вложения средств в акции или облигации резидентов или нерезидентов, поставлено единое ограничение в 50% от объема Фонда. Представляется необходимым предусмотреть в инвестиционной декларации норму, в соответствии с которой приоритетное инвестирование средств ФНБ будет осуществляться в ценные бумаги компаний, которые имеют стратегическое значение для развития российской экономики, в том числе обеспечивают ее технологический и финансовый суверенитет.

Важно отметить, что инвестирование средств ФНБ в акции и долговые обязательства российских юридических лиц, как и в ин-

фраструктурные проекты с участием российских организаций, в том числе кредитных (через открытие субординированных депозитов в банках, покупку привилегированных акций банков, приобретение ценных бумаг организаций, реализующих такие проекты) должно основываться на оценке потенциального финансового и экономического результата инвестиций, что зависит от идеи «проекта», ее прибыльного характера, от инвестиционной активности частных инвесторов, готовых поддержать проект, и от условий регулирования реализации проекта.

Изначально проект или российская организация, в которую планируется инвестировать средства ФНБ, должны работать не на деньгах Фонда. К примеру, это должны быть акции компаний, занимающихся исключительно инфраструктурными проектами, которые действительно смогут стать «наследством» нации. В этой связи целесообразны дополнительные инвестиции ФНБ в государственную корпорацию «Росатом», которая занимается непосредственно созданием атомной инфраструктуры, востребованной и за рубежом, которая сможет и будет существовать в разы дольше, чем энергетика, функционирующая на нефти и газе. Продукция данной государственной корпорации является высокотехнологичной, что будет способствовать росту

ВВП и спроса на нее в странах, в которых ведется деятельность государственной корпорации. Как было подчеркнуто выше, максимальная доля данных активов так же требует пересмотра.

По итогам проведенного анализа инвестиционной декларации ФНБ и оценки доходности от управления его средствами представляется целесообразным предусмотреть следующие изменения в утвержденной Постановлением Правительства РФ № 18 Инвестиционной декларации Фонда:

– приостановление действия положений п. 1 инвестиционной декларации в части возможности вложений средств ФНБ в активы в форме долговых обязательств иностранных государств, ценных бумаг иностранных центральных банков и международных финансовых организаций минимум на 3-х летний бюджетный цикл, предусмотрев в дальнейшем сокращение максимальной доли вложений в долговые обязательства иностранных государств до 5–10 %, что соответствует инвестиционной стратегии ФНБ как стабилизационного суверенного фонда;

– разделение предельно допустимой доли вложений в акции и облигации юридических лиц для резидентов и нерезидентов, что будет защищать от приобретения необоснованно крупных долей в стратегически важных компаниях и ограничивать инвестиции в зарубежные компании, которые не занимают инфраструктурными проектами в РФ;

– определение целевых уровней доходности (эталонных портфелей) для таких классов активов, как акции и облигации, что может потребовать привлечения к разработке бенчмарков и определению оптимальной структуры распределения активов экспертов по управлению портфелями фондов;

– при инвестировании средств Фонда в государственные ценные бумаги и использовании средств Фонда для погашения госдолга Российской Федерации необходимо уточнение условий инвестирования в данный финансовый актив и снижение его максимальной доли (составляет 50 %) в объеме инвестиционного портфеля ФНБ. Если с помощью Фонда будут погашаться данные долговые обязательства, то следует предусмотреть механизм возврата средств в Фонд за счет средств из федерального бюджета в течение определенного временного периода.

Помимо указанных предложений, необходим пересмотр критериев отбора инвестиционных проектов, финансируемых за счет средств ФНБ с позиций оценки их инвестиционной, социальной и бюджетной привлекательности. В настоящее время большая их доля не имеет достаточный уровень доходности и связана со строительством автомобильных дорог, модернизацией железнодорожной инфраструктуры, предприятий нефтехимического сектора, что не способствует диверсификации российской экономики и достижению стратегических

целей. Необходимо предусмотреть взаимосвязь таких проектов с целевыми показателями реализации государственных программ, национальных проектов. В результате такой трансформации будет возможна оценка реального вклада функционирования ФНБ в социально-экономическое развитие страны.

Таким образом, проведенный анализ состава и структуры активов в действующей инвестиционной декларации ФНБ показал, что не только отдельные виды активов, но и доли разрешенных финансовых активов в общем объеме размещенных средств Фонда национального благосостояния требуют пересмотра и корректировки в соответствии с целями его функционирования, имеющимися геополитическими реалиями и санкционными ограничениями, национальными целями развития российской экономики.

#### *Литература:*

1. Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 г. № 145-ФЗ // СПС КонсультантПлюс.
2. Федеральный закон от 21.11.2022 г. № 448-ФЗ «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации, приостановлении действия отдельных положений Бюджетного кодекса Российской Федерации, признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации и об установлении особенностей исполнения бюджетов бюджетной системы Российской Федерации в 2023 году» // СПС КонсультантПлюс.
3. Постановление Правительства от 19.01.2008 г. № 18 «О порядке управления средствами Фонда национального благосостояния» // СПС Гарант.
4. Караев А.К., Понкратов В.В., Воронцов А.Н., Сидин Е.Г. Теоретические основы конструирования бюджетных правил в странах, богатых природными ресурсами // Менеджмент и бизнес-администрирование. 2024. № 4. С. 225–234.
5. Кудрин А.Л., Соколов И.А. Бюджетные правила как инструмент сбалансированной бюджетной политики // Вопросы экономики. 2017. № 11. С. 5–32. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2017-11-5-32>.

6. Кудрин А.Л., Соколов И.А., Сучкова О.В. Оценка влияния бюджетных правил на цикличность государственных расходов // Вопросы экономики. 2023. № 5. С. 5–22. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2023-5-5-22>.
7. Шмиголь Н.С. Новая модификация бюджетных правил и устойчивость федерального бюджета // Финансовая жизнь. 2023. № 1. С. 4–7.
8. Раковский И.Д. Актуальные вопросы разработки, использования и модернизации инструментов надлежущей бюджетной политики // Финансовая жизнь. 2022. № 3. С. 17–183.
9. Федеральный бюджет на 2019–2021 годы: сбалансированность или экономический рост? / С.П. Соляникова, Р.А. Аландаров, О.С. Горлова, А.К. Караев, О.В. Макашина, А.И. Мастеров, В.В. Понкратов, М.Л. Седова, Ю.Г. Тюрина, С.В. Фрумина // Финансы: теория и практика. 2018. Т. 22. № S11. С. 4–41.
10. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики. URL: <https://rosstat.gov.ru/statistics/price> (дата обращения: 23.02.2025).
11. Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации. URL: <https://minfin.gov.ru/ru/performance/nationalwealthfund/news> (дата обращения: 23.02.2025).

## Managing the National Welfare Fund in the Context of Modern Challenges and Risks

*Shmigol N.S., Volga N.S.*

*Financial University under the Government of the Russian Federation (Moscow)*

*The article is devoted to the analysis of the management of funds of the National Welfare Fund in the context of geopolitical risks and sanctions pressure on the Russian economy. The purpose of the study is to clarify the legal regime for managing the NWF, in light of new macroeconomic challenges and shocks in force since 2022, and to justify changes in the investment declaration that will contribute to the growth of the liquid part of the fund and the profitability from managing its funds. The issues of the NWF investment declaration, the structure of the fund's investment portfolio, their compliance with the fund's intended purpose and the fund's asset management objectives are considered. It is concluded that the investment declaration and modernization the NWF management need to transform. Based on the results obtained, the directions for further improvement of the management of funds of the National Welfare Fund are formulated, both in terms of changing the investment declaration and the actual asset structure of the fund.*

*Keywords: National Welfare Fund, oil and gas revenues, federal budget, budget sustainability, countercyclical fiscal policy*

