

ДМИТРИЙ БЕЛИКОВ

Структура инвестиционных портфелей суверенных фондов

НИУ ВШЭ, факультет экономических наук
Магистерская диссертация, Москва 2024

Аннотация

Суверенные фонды (СФ) стали крупными игроками в мировой экономике, и по состоянию на 2023 год они управляли активами на общую сумму 11 трлн долларов. Эти фонды сильно различаются по своим целям, функциям, структурам управления и инвестиционным стратегиям, в основном из-за их роли в экономической политики соответствующих государств. Предыдущие исследования, посвященные СФ, не проводили должного различия между типами СФ. Данная работа углубляет понимание СФ за счет рассмотрения отличительных характеристик различных типов СФ и изучения их инвестиционных стратегий. Результаты работы демонстрируют тесную связь между типом фонда и структурой его инвестиционного портфеля. На основании теоретических разработок, мы также формируем рекомендации для нескольких фондов в отношении оптимальной структуры их портфелей.

Ключевые слова: суверенный фонд, инвестиционная стратегия, управление активами

Содержание

Сокращения и определения	3
Часть 1. Введение	3
СФ как особый тип инвестора	4
Краткая история суверенных фондов	5
Типология государственных инвесторов и суверенных фондов	6
Цель и новизна исследования	8
Часть 2. Обзор литературы	10
Инвестиционные стратегии	11
Влияние внутренней политики	16
Роль СФ в национальном развитии	18
Итоги обзора литературы	19
Часть 3. Данные и методология	20
Часть 3.1. Сравнение стратегических сырьевых фондов: PIF и «Самрук-Казына»	23
Профиль фонда: PIF	23
Структура портфеля	25
Ключевые особенности фонда и рекомендации	27
Профиль фонда: «Самрук-Казына»	28
Структура портфеля	29
Ключевые особенности фонда и рекомендации	30
Обсуждение результатов	31
Часть 3.2. Сравнение стабилизационных сырьевых фондов: APF и SOFAZ	31
Профиль фонда: APF	32
Инвестиционная стратегия	33
Ключевые особенности фонда и рекомендации	35
Профиль фонда: SOFAZ	36
Инвестиционная стратегия	36
Ключевые особенности фонда и рекомендации	39
Обсуждение результатов	39
Часть 4. Заключение	40
Дальнейшие исследования	41
Список литературы	43
Приложение	44

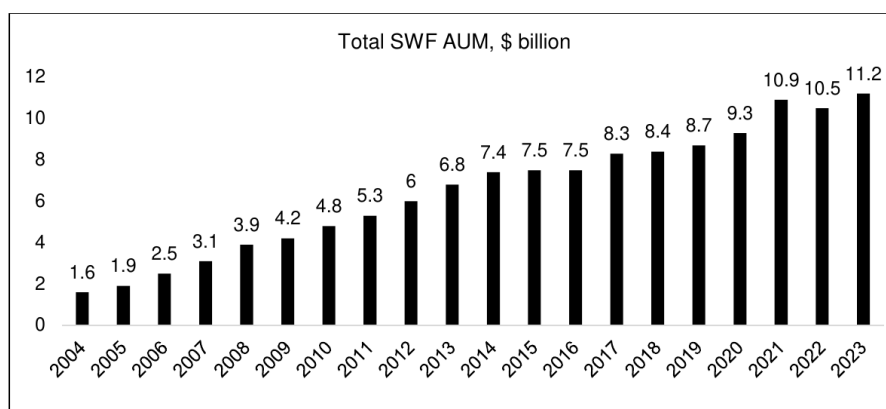
Сокращения и определения

Сокращение	Расшифровка
SWF	Sovereign Wealth Fund — суверенный фонд
SOI	State-Owned Investor — государственный инвестор
bbl	баррель
GCC	Gulf Cooperation Council — Совет сотрудничества арабских государств Залива
AUM	активы под управлением
NBIM	Norges Bank Investment Management
ADIA	Abu Dhabi Investment Authority
PIF	Public Investment Fund
KIA	Kuwait Investment Authority
GIC	Government of Singapore Investment Corporation
ICD	Investment Corporation of Dubai
TVF	Turkey Wealth Fund (Türkiye Varlık Fonu)
SOFAZ	Государственный нефтяной фонд Азербайджанской Республики

Часть 1. Введение

Суверенные фонды (СФ) стали заметными игроками современной мировой экономики и привлекают всё больше внимания и разборов — по мере роста их значения и влияния. Эти государственные инвестиционные фонды, чаще всего питаемые сырьевыми доходами, накопили под управлением активы, которые к 2023 году превзошли совокупные активы хедж-фондов и фондов прямых инвестиций вместе взятых.

Рис. 1: Совокупные активы СФ под управлением, млрд \$



По данным SWF Global (2024), на конец 2023 года насчитывалось 175 суверенных фондов, управлявших в сумме \$11 164 млрд. Активы под управлением СФ сильно сосредоточены в первой десятке фондов: на неё приходится 75% всех активов. Суверенные фонды обычно создают страны с высоким бюджетным профицитом, желающие вложить его заново и сохранить богатство для будущих поколений. Однако создать фонд и управлять им — задача непростая. Как отмечают Bernstein, Lerner и Schoar (2013), многим странам не удалось сохранить богатство, полученное от природных ресурсов; пример — Норвегия 1970-х и 1980-х годов. Несмотря на значительные нефтяные сверхдоходы, большая часть средств была потрачена сразу. Часть расходов пошла на пользу инфраструктуре и социальным

услугам, но другая — высокие минимальные зарплаты и субсидии угасающим отраслям — помешала долгосрочному росту. Неумелое распоряжение нефтяными доходами обернулось финансовым хаосом, когда в середине 1980-х цены на нефть рухнули (в 1985 году нефтяные доходы правительства Норвегии составляли около \$11,2 млрд, примерно 20% ВВП страны, а к 1988 году упали до \$2,4 млрд), что привело к сокращению государственных расходов, банкротствам банков и волне разорений. Эта картина повторяет более общую историческую закономерность, знакомую другим странам, на которые внезапно свалилось богатство: голландская болезнь в Нидерландах 1960-х годов или экономические трудности Испании от заморских завоеваний XVI века.

СФ как особый тип инвестора

Суверенные фонды отличаются от традиционных финансовых инвесторов по нескольким ключевым признакам: по целям, структуре управления и инвестиционным стратегиям. В таблице ниже собраны основные отличительные черты СФ.

Таблица 1: Характеристики суверенных фондов

Характеристика	Описание
Собственность и источник средств	Суверенные фонды — государственные инвестиционные фонды, учреждённые правительствами для управления национальным богатством. Основным источником средств часто служат доходы от экспорта сырья. Традиционные же финансовые инвесторы — взаимные фонды, хедж-фонды — находятся в частной собственности и финансируются взносами частных лиц или других учреждений.
Горизонт вложений	У суверенных фондов горизонт обычно долгий, и они сосредоточены на передаче и сохранении богатства между поколениями либо на национальном развитии. В обоих случаях горизонт длиннее, чем у традиционных инвесторов.
Функции и цели	У суверенных фондов часто есть стратегические цели помимо финансовой отдачи: экономическое развитие, диверсификация национальной экономики, стабилизация государственных финансов, поддержка внутренних отраслей. Традиционные инвесторы прежде всего стремятся к максимальной доходности с поправкой на риск для своих клиентов.
Размер и масштаб	Суверенные фонды входят в число крупнейших инвесторов мира. С одной стороны, размер позволяет им делать значительные вложения в разные классы активов и на разных рынках, включая крупные покупки частных компаний. Традиционные инвесторы, при всём их разнообразии, такими масштабами и ресурсами располагают не всегда. Но с другой стороны, размер может мешать фонду вкладываться в привлекательные, но небольшие или неликвидные рынки.
Прозрачность и управление	К суверенным фондам предъявляются разные требования по прозрачности и управлению, и на них часто влияют суверенный статус и политическая обстановка в стране.

Итак, суверенные фонды сильно отличаются от традиционных инвесторов. Подробно сравнивать СФ с традиционным инвестором было бы трудно и бесплодно по одной причине: единого основания для такого сравнения не существует. Принципиальное отличие СФ от обычного фонда в том, что у суверенного фонда лишь один акционер (инвестор) — пра-

вительство его страны. Любое юридическое лицо действует в интересах своих инвесторов. Поэтому судить об эффективности фонда, не учитывая целей правительства, невозможно. По сути суверенный фонд одновременно и инвестиционный фонд, и государственное ведомство. Оценивать эффективность СФ (точнее, его инвестиционной политики) — задача того же рода, что оценивать эффективность центрального банка или министерства финансов. Другое крупное отличие СФ от традиционного инвестора — характер притоков и оттоков денег. Большинство суверенных фондов получает регулярные и предсказуемые вливания (обычно от продажи сырья), тогда как у обычных фондов поступления от новых и действующих инвесторов неравномерны. Например, саудовский PIF владеет 16% национальной нефтяной компании Saudi Aramco и потому получает регулярные дивиденды примерно в \$19 млрд в год, которые ему нужно куда-то разместить. Во-вторых, некоторые СФ (особенно сберегательные) сами служат источником доходов бюджета. Так, выплаты азербайджанского SOFAZ в государственный бюджет составляют 45% всех доходов правительства. У большинства традиционных фондов столь жёсткого графика выплат (изъятий) нет.

Краткая история суверенных фондов

История суверенных фондов сравнительно недавняя и восходит к середине XX века. Понятие СФ возникло, когда страны начали искать способ распорядиться растущими валютными резервами и сырьевыми доходами стратегически и на длинном горизонте. Как описывает Naser (2016), суверенные фонды прошли несколько этапов развития:

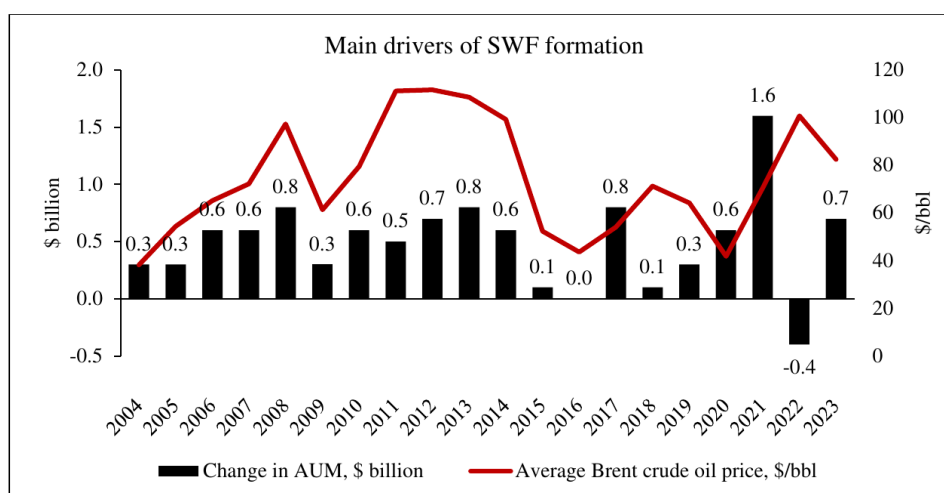
Таблица 2: Исторические этапы развития суверенных фондов

Период	Описание
Ранние истоки (1950-е–1970-е)	Понятие суверенного фонда восходит к Kuwait Investment Authority (KIA), учреждённому в 1953 году, — одному из первых таких фондов в мире. KIA создавался, чтобы распорядиться избыточными нефтяными доходами Кувейта и вложить их для будущих поколений.
Нефтяной бум и распространение фондов (1970-е–1990-е)	Во время нефтяного бума 1970-х несколько нефтедобывающих стран учредили фонды для управления растущим богатством от экспорта нефти. Норвегия, Саудовская Аравия и Объединённые Арабские Эмираты создали фонды, чтобы вкладывать нефтяные доходы ради долгосрочной финансовой устойчивости.
Расширение после 2000-х	В начале 2000-х число суверенных фондов в мире заметно выросло — на фоне высоких цен на нефть и накопления валютных резервов в странах с формирующимися рынками. Китай, Сингапур и Катар учредили фонды для управления растущим богатством.
Мировой финансовый кризис (2008)	Кризис 2008 года заставил суверенные фонды пересмотреть инвестиционные стратегии и обратить внимание на прозрачность, управление и долгосрочную устойчивость. Многие фонды стали осторожнее во вложениях и попытались уравновесить финансовую отдачу социальными и экономическими целями.

Braunstein (2018) выделяет важный период в становлении СФ, связывая его с изменениями институциональных структур. После обретения независимости от Британии, в 1960-е и 1970-е годы, ряд экономик Персидского залива учредил крупные фонды со сбере-

гательным мандатом — Qatar Investment Authority, Abu Dhabi Investment Authority, Kuwait Investment Authority, — что говорит о концентрированных государственных структурах со значительной автономией от сравнительно неорганизованного внутреннего частного финансового сектора. Изменения внутренних структур со временем повлияли на создание в 2000-е годы фондов с мандатом развития. Кувейт, напротив, отказался от крупного фонда с фокусом на развитии и вместо этого ведёт небольшое стратегическое подразделение развития внутри Kuwait Investment Authority. Впрочем, как отмечают Megginson, You и Han (2013), несмотря на рост размеров и влияния, заметными суверенные фонды стали только в 2007 году, когда China Investment Corporation (CIC) приобрела долю в Blackstone Group на \$3 млрд перед её неудачным размещением. В ходе ипотечного кризиса фонды Персидского залива сыграли важную роль, вложив \$60 млрд в американские и европейские банки. С 2005 по 2008 год суверенные фонды в совокупности вложили почти \$90 млрд в финансовые институты США и Европы. Кроме того, CIC направила \$40 млрд на докапитализацию двух государственных банков. Эти вложения сделали СФ вторым по величине поставщиком капитала для мировых финансовых институтов того периода — после правительства США. Отчасти этим объясняется, как мы увидим в обзоре литературы, что большинство работ о суверенных фондах вышло именно тогда. Из приведённого ниже графика следует, что быстрый рост активов СФ в значительной мере опирался на период высоких цен на нефть в 2000–2014 годах. Более того, притоки в суверенные фонды в тот период были тесно связаны с ценой нефти (спот Brent): коэффициент корреляции составлял 76%. Однако в 2014–2024 годах эта связь сошла практически на нет. Отчасти перемену можно объяснить растущей ролью несырьевых фондов — сингапурских GIC и Temasek, турецкого TVF, австралийского Future Fund. Эти фонды финансируются за счёт передачи государственных активов и потому меньше зависят от колебаний сырьевых цен.

Рис. 2: Основные факторы формирования СФ в 2004–2023 годах



Типология государственных инвесторов и суверенных фондов

Прежде чем разбирать типы суверенных фондов, стоит заметить, что сами СФ входят в более широкую категорию инвесторов — государственных инвесторов (State-Owned Investor,

SOI). По данным SWF Global (2024), выделяются три основные группы SOI: центральные банки, пенсионные фонды и суверенные фонды.

Таблица 3: Типы государственных инвесторов

Тип инвестора	Описание
Центральный банк	Центральные банки отвечают за денежно-кредитную политику, выпуск валюты и поддержание ценовой устойчивости. Они часто управляют валютными резервами и другими активами в поддержку целей денежно-кредитной политики.
Пенсионный фонд	Государственные пенсионные фонды управляются государством и обеспечивают пенсионные выплаты работникам бюджетного сектора. Они вкладывают взносы работников и работодателей, чтобы получить доход для пенсионных выплат.
Суверенный фонд	Суверенные фонды — государственные инвестиционные фонды, управляющие избыточным богатством страны, чаще всего от экспорта сырья или бюджетного профицита. Они служат разным задачам: от передачи богатства между поколениями до национального развития.

При этом функции государственных инвесторов иногда пересекаются. Суверенные фонды очень разнородны по своей природе и могут брать на себя часть функций пенсионных фондов и центральных банков (как мы увидим дальше). Верно и обратное: некоторые традиционные функции СФ выполняют другие государственные структуры. Например, в России часть функций суверенного фонда взяли на себя Банк России (управление валютными резервами), Росимущество (управление государственным имуществом), Министерство финансов (финансирование программ развития) и РФПИ (привлечение иностранных инвестиций). Теперь можно перейти к типологии суверенных фондов в определении SWF Global (2024).

Таблица 4: Типы суверенных фондов

Тип фонда	Описание	Примеры
Сберегательный	Их называют также фондами будущих поколений; на первом месте у них долгосрочное сохранение богатства и справедливость между поколениями. Такие фонды вкладываются ради будущих поколений, обычно с упором на устойчивую доходность на длинном горизонте	• ADIA (Абу-Даби) • NBIM (Норвегия) • GIC (Сингапур) • KIA (Кувейт)
Стабилизационный	Известны и как фонды «на чёрный день»; созданы смягчать влияние экономической волатильности и колебаний сырьевых цен на государственный бюджет. Сосредоточены на устойчивости доходов бюджета в периоды спада и внешних потрясений	• SOFAZ (Азербайджан) • APF (Аляска)
Стратегический	Сочетают финансовые задачи с более широкими целями экономического развития. Такие фонды поддерживают внутренние отрасли, инфраструктурные проекты и стратегические вложения, способствующие долгосрочному росту и диверсификации	• PIF (Саудовская Аравия) • Mubadala (Абу-Даби) • TVF (Турция) • Temasek (Сингапур)

Часто страна создаёт несколько суверенных фондов под разные задачи. Два самых удачных примера — Сингапур (где Temasek отвечает за развитие, а GIC за долгосрочное сохранение богатства) и Абу-Даби (где Mubadala привлекает технологии в эмират, а ADIA сохраняет богатство вдолгую). В известном смысле сберегательные фонды очень близки по природе к пенсионным. В случае Норвегии её фонд (NBIM) — управляющая компания для активов Пенсионного фонда Норвегии, то есть СФ и пенсионный фонд здесь по сути одно и то же. В некоторых странах, например в Саудовской Аравии, суверенный фонд управляет ещё и валютными резервами страны, тогда как центральный банк держит портфель неликвидных активов (сочетание весьма необычное); а в Азербайджане SOFAZ отвечает также за управление физическими золотыми резервами страны.

Цель и новизна исследования

Как видно, суверенные фонды весьма разнородны и по природе, и по типам. В этой работе мы уделяем особое внимание отличительным чертам разных типов СФ — в отличие от большинства исследований, которые такого различия не проводят и потому приходят к сомнительным выводам. Самый распространённый из них — неспособность отличить так называемое домашнее смещение (склонность фонда чрезмерно вкладываться в собственную страну, то есть недостаточная диверсификация) от намеренных вложений фонда во внутренние отрасли как части его стратегии. Основная цель этого исследования — всесторонне сравнить, как разные типы суверенных фондов подходят к структуре своих портфелей. Исторически академическая литература обращалась с СФ как с чем-то однородным, и это упрощение упускает разнообразие их целей, а значит, и инвестиционных стратегий. Работа стремится показать неоднородность суверенных фондов и разобрать, как различие целей влияет на подход к управлению вложениями. Побочная цель — сравнить фонды одного типа между собой, разобрать различия в структуре их портфелей и понять причины этих различий. Кроме того, на основе такого сравнения мы, возможно, сумеем сформулировать рекомендации фондам, — но здесь нужна осторожность: оптимальность структуры портфеля всегда вступает в противоречие с оптимальностью экономической политики.

Третья задача — критически оценить, насколько существующие теоретические построения об инвестиционных стратегиях СФ согласуются с наблюдаемой практикой. Для первой задачи используется количественная методология, хотя и в упрощённом виде. Для второй и третьей применяется метод разбора случаев. Отсюда можно сформулировать следующие гипотезы о структуре портфелей разных типов суверенных фондов: Н1: с учётом типа фонда домашнее смещение наблюдаться не будет; Н2: стратегические фонды вкладываются в прямые инвестиции активнее; Н3: у стратегических фондов больше долговая нагрузка, чем у сберегательных и стабилизационных; Н4: у стабилизационных фондов самый высокий уровень ликвидности; Н5: сберегательные фонды вкладываются в публичные акции активнее стабилизационных. Обоснование этих гипотез приводится ниже. Сберегательные СФ прежде всего сохраняют богатство для будущих поколений. Политическое давление на них минимально: обычно они не связаны никакими финансовыми обязательствами перед правительством — по крайней мере в среднесрочной перспективе. Поэтому их стратегии долгосрочны и осторожны и нацелены на справедливость между поколениями. Такие фон-

ды могут позволить себе и более низкую ликвидность. По инвестиционным стратегиям сберегательные СФ довольно близки к пенсионным фондам и в целом однородны между собой. Стабилизационные СФ, напротив, созданы сглаживать бюджетные колебания, компенсируя перепады национального дохода. Они работают под умеренным политическим давлением: от них требуется вовремя, а иногда и по фиксированному графику, давать ликвидность государственному бюджету. Горизонт вложений у них короче, упор — на низкорисковые активы, чтобы средства были доступны в нужный момент; разброс структуры портфеля поэтому невелик. Стратегические СФ создаются ради развития национальной экономики, чаще всего через прямые вложения в стратегические отрасли. Политическое давление на них очень высокое, поскольку их работа тесно увязана с целями национального развития, — отсюда разнородные потребности в ликвидности и высокий финансовый риск. Горизонт вложений у таких фондов может быть самым разным: их задача — способствовать экономическому росту (дело долгое), но иногда от них требуют быстрых результатов по отдельным проектам (как мы увидим на разборе PIF). При этом, хотя внутри каждой категории разброс между фондами ограничен, он всё же значителен. У некоторых стабилизационных фондов часть портфеля отведена под нужды развития, а часть портфелей стратегических фондов служит подушкой на чёрный день, то есть берёт на себя роль стабилизационного фонда. Основная часть и теоретических построений, и эмпирических свидетельств относится к сырьевым СФ — тем, что финансируются доходами от экспорта сырья. Поэтому в работе больший упор сделан именно на эту категорию, хотя часть выводов и рекомендаций применима и шире. Исследование может пригодиться и уже существующим, и растущим, и вновь создаваемым фондам: они могут воспользоваться подходящими теориями (в зависимости от своей конечной цели) и избежать ошибок и неэффективностей других фондов, которые здесь тоже разобраны. В таблице ниже показаны суверенные фонды, учреждённые после 2022 года.

Таблица 5: Суверенные фонды, учреждённые после 2022 года

Фонд	Страна	Год	Тип	Активы, млрд \$
FSM	Мозамбик	2023	Сберегательный	н/д
PSWF	Пакистан	2023	Стратегический	н/д
MIC / MIF	Филиппины	2023	Стратегический	2,3
HKIC	Гонконг	2023	Стратегический	8,0
VFF (VFMC)	Австралия	2022	Сберегательный	10,0
EIH	Эфиопия	2022	Стратегический	46,3

Кроме того, есть несколько новых суверенных фондов, которые на начало 2024 года обсуждаются на правительственном уровне и (или) уже создаются. Их перечень приведён в таблице ниже.

Таблица 6: Планируемые суверенные фонды

Фонд	Страна	Тип
Dubai Investment Fund	ОАЭ — Дубай	Стратегический
Sarawak Future Fund	Малайзия	Сберегательный
Colombia Public Wealth Fund	Колумбия	Стратегический
Perú Sovereign Wealth Fund	Перу	Сберегательный
Future Ireland Fund	Ирландия	Сберегательный
Portugal Sov. Wealth Fund	Португалия	Сберегательный
Kuwait Ciyada Dev. Fund	Кувейт	Стратегический
Oman Future Fund	Оман	Стратегический
Brazil Fundo Sôcial Pré-Sal	Бразилия	Стратегический
Italy Sovereign Fund	Италия	Стратегический

Работа построена так. Сначала, в части 2, приводится обзор литературы, охватывающий и теоретические построения об инвестиционных стратегиях СФ, и эмпирические исследования их реальных вложений. Часть 3.0 описывает используемые данные, проводит количественный анализ связей между целевыми переменными разных типов фондов и коротко обсуждает значение корреляции между рыночными портфелями и сырьевыми ценами. Часть 3.1 посвящена качественному разбору и сравнению двух стратегических фондов — Public Investment Fund Саудовской Аравии и «Самрук-Казына» Казахстана. Часть 3.2 таким же образом разбирает два стабилизационных фонда: Alaska Permanent Fund Corporation и Государственный нефтяной фонд Азербайджанской Республики. Часть 4 подводит итоги и намечает направления дальнейших исследований.

Часть 2. Обзор литературы

Исследования суверенных фондов сравнительно молоды: большинство СФ начало отчитываться о своей деятельности и заботиться о прозрачности только после мирового финансового кризиса 2008 года. Тем удивительнее, что основная часть качественных (то есть сравнительно цитируемых) работ о суверенных фондах вышла до 2015 года. В целом в литературе о СФ можно выделить несколько крупных направлений:

- Исследования инвестиционных стратегий СФ: чем определяются их инвестиционные решения. Один из главных вопросов здесь — политически ли мотивированы вложения суверенных фондов. Прочие вопросы этого направления:
 - Что влияет на размер приобретаемой доли в компаниях-целях?
 - Проявляют ли СФ стадное поведение?
 - Что влияет на стратегическую структуру портфеля фонда?
 - Какая стратегическая структура портфеля для фонда оптимальна?
- Влияние покупки со стороны СФ на результаты и стоимость компании-цели. Это, пожалуй, самое крупное направление исследований о суверенных фондах. В него входят, в частности, такие вопросы:
 - Как рынок реагирует на вложения СФ в акции публичных компаний?

- Как вложения СФ сказываются на последующих результатах компаний-целей?
- Как прозрачность работы фонда влияет на восприятие рынком его вложений и реакцию на них?
- Политическая экономия суверенных фондов. Это направление изучает пересечение политических и экономических факторов, влияющих на создание, работу и инвестиционные решения СФ. Здесь разбирается, как государственная политика, политические цели, институциональные рамки и международные отношения формируют поведение фондов и их влияние на мировые финансовые рынки и внутренние экономики. Вопросы этого направления таковы:
 - Какую роль играют СФ в достижении целей национального экономического развития и политических задач?
 - В какой мере суверенные фонды служат инструментом политического влияния и дипломатии между странами?
 - Как вложения СФ сказываются на внутренних отраслях, занятости и экономической устойчивости?

В обзоре ниже мы сосредоточимся прежде всего на инвестиционных стратегиях суверенных фондов и их подходе к структуре портфеля, коротко коснувшись и вопросов политической экономии, включая влияние внутривнутриполитического устройства на структуру самого фонда. Кроме того, поскольку это важно для разбора стратегических фондов, мы охватим литературу о роли СФ в национальном развитии.

Инвестиционные стратегии

Как подчёркивают Bazoobandi и Nugent (2017), Gintschel и Scherer (2008) и другие авторы, для многих стран-экспортёров нефти запасы нефти или газа — важнейший национальный актив. Изменения их стоимости прямо сказываются на богатстве страны и благополучии её граждан. В исследовании показано, что при отсутствии ограничений на короткие продажи инвестиционное решение распадается на подбор эффективных портфелей и один хеджирующий портфель, построенный на чувствительности к нефти и ковариации активов. Чувствительность к нефти заметно различается между активами на уровне стран и отраслей, а значит, есть существенный потенциал хеджирования для снижения волатильности совокупного богатства. Когда нефть и финансовые активы составляют по 50% совокупного богатства, разбиение по отраслям способно почти вдвое уменьшить его дисперсию. Работа показывает, что учёт риска по неторгуемым активам вроде нефти заметно меняет профиль риска совокупного богатства и эффективное размещение финансовых активов. Обычные финансовые активы могут служить частичным инструментом хеджирования — сообразно их чувствительности к риску нефтяных цен. Веса в хеджирующем портфеле, как выясняется, в целом следуют за чувствительностью к нефти. Страны вроде Бельгии или Швейцарии, у которых зависимость от цен на нефть отрицательная, получают в хеджирующем портфеле положительные веса. И наоборот, страны вроде Нидерландов или Норвегии, где на компании природных ресурсов приходится значительная доля капитализации рынка,

получают отрицательные веса. Что до отраслей, работа показывает, что в оптимальном портфеле «производители энергии получают отрицательные веса в хеджирующем портфеле, а её потребители, например коммунальные компании, — положительные». Точно так же оптимальный хеджирующий портфель отводит большой вес финансовому сектору, что широко подтверждено эмпирически. Разбирая грубые разбиения по странам и отраслям в мировом инвестиционном пространстве, исследование обнаруживает существенный разброс чувствительности к нефти, дающий снижение дисперсии совокупного богатства на 20–50% по сравнению с обычными эффективными портфелями. Naser (2016) тоже подчёркивает значительное влияние колебаний нефтяных цен на суверенные фонды стран Персидского залива: среди ближневосточных экспортёров нефти (по состоянию на 2016 год) сохранить бюджетные подушки более чем на 25 лет смогут только ОАЭ, Катар и Кувейт, тогда как Бахрейн и Йемен исчерпают их в течение двух лет. Большинство остальных стран региона может исчерпать подушки за 4–7 лет, что потребует более жёсткой бюджетной политики и, возможно, сокращения субсидий ради экономической стабилизации и справедливого распределения нефтяного богатства. Чтобы избежать такого сценария, сырьевым суверенным фондам советуют отклоняться от рыночного портфеля и хеджировать риск базового сырья. Эти выводы поддержаны у Irarrazabal, Ma и Parra-Alvarez (2020): авторы разбирают связь индекса S&P500 с ценами нефти WTI и обнаруживают меняющуюся во времени зависимость, которую нельзя полностью захеджировать обычными торговыми стратегиями. Как показано в работе, до 2007 года средняя корреляция составляла -7% , но с началом Великой рецессии заметно сдвинулась и к концу 2018 года достигла $+30\%$. Значит, нефтяным фондам следует применять меняющуюся во времени стратегию, приводя хеджирующий портфель в соответствие с меняющейся корреляцией нефтяных цен, — по сути дельта-хеджирование ради нейтральной к нефти позиции. Однако в такой постановке вопрос до сих пор не разбирался. Наш количественный анализ тоже обнаруживает значительный разброс корреляций между ценами нефти и результатами рыночного портфеля. Bodie и Briere (2014) предлагают учитывать не только риски инфляции и колебаний цен на природные ресурсы, влияющие на изменчивость бюджетного профицита, но и вообще все риски, идущие от бюджетного профицита, а также внешние и внутренние обязательства. Более того, изменчивость профицита определяется не только сырьевыми ценами и волатильностью инфляции, но и политикой государства в области добычи ресурсов, налогообложения и смежных вопросов. Отсюда авторы заключают, что суверенный фонд нужно разбирать в рамках общего финансового положения страны. Такой подход требует анализа всех подконтрольных государству субъектов (включая существенные статьи баланса, активы и обязательства с их рисками): центрального банка, суверенных фондов, пенсионных фондов, государственных агентств и госкомпаний. Если рассматривать их вместе, то их средства, даже находясь в разных структурах, в кризис становятся взаимозаменяемыми. Для этого важно оценивать не только финансовое богатство государства, но и его человеческий и природный капитал. Впрочем, это осталось концептуальной рамкой, дальнейшего анализа предложено не было. Всё же можно заключить, что разбирать суверенные фонды как самостоятельные единицы, не учитывая особенностей страны и её бюджетного положения, довольно трудно. Fotak и соавторы (2008) и Dyck и Morse (2011) обсуждают

смещение в сторону вложений в стране самого фонда, особенно в финансовые компании, — то есть предпочтение знакомой почвы. Fotak и соавторы (2008) описывают операционную сторону вложений СФ: фонды обычно приобретают значительный миноритарный пакет в компаниях-целях, как публичных, так и непубличных. Заметная доля покупок приходится на финансы и банковский сектор и совершается через частные переговоры. Работа обнаруживает, что суверенные фонды предпочитают вкладываться в компании, отставшие от местных рыночных ориентиров в предыдущем году. Dyck и Morse (2011) показывают, что по сравнению с ориентирами СФ заметно смещены в сторону прямых инвестиций, внутренних вложений и отдельных отраслей. В разобранной выборке суверенные фонды владеют 2% мировых публичных акций, что составляет лишь половину их портфеля по доле размещения. В среднем СФ отводят 52% рискованной части портфеля публичным акциям, 29% — прямым инвестициям и 19% — недвижимости. Авторы находят значительное домашнее смещение: фонды владеют 6,4% и 4,3% капитализации публичных акций на Ближнем Востоке и в Азии соответственно. Отраслевое смещение тоже отчётливо: 21% портфелей приходится на финансовую отрасль, а доля владения в её публичной капитализации — почти 5%. Помимо финансов, суверенные фонды предпочитают энергетику (15% размещения), транспорт (9%) и связь (7%). Авторы считают, что заметное домашнее и отраслевое смещение в портфелях СФ удивительно, поскольку противоречит тому, чего следовало бы ждать, если бы фонды прежде всего хеджировали риск внутренних доходов. И снова такие выводы опираются на ложное допущение об однородности суверенных фондов. Как будет показано дальше, разные типы СФ подходят к вложениям кардинально по-разному — в том числе к склонности вкладываться дома и к предпочтению классов активов. Что до тяги к отдельным отраслям, Gintschel и Scherer (2008) показали, что её можно объяснить склонностью фондов вкладываться в активы с отрицательной или низкой корреляцией с ценами нефти. Высокая же доля СФ в энергетическом секторе может вызывать вопросы. Однако, как уже говорилось, она может отражать долю фонда в национальной ресурсодобывающей компании — как у саудовского PIF в Saudi Aramco. Похожие схемы используют Азербайджан, Казахстан, Абу-Даби и другие страны.

Chhaochharia и Laeven (2008), а также Megginson, You и Nan (2013) касаются мотивов диверсификации у суверенных фондов: первые отмечают смещение в сторону стран с близкой культурой, вторые поддерживают версию о стремлении к экономической отдаче через трансграничные вложения. Chhaochharia и Laeven (2008) показывают, что фонды вкладываются, уходя от отраслей своей страны, но при этом тяготеют к странам с общими культурными корнями, — значит, их решения определяются не только максимизацией прибыли. В итоге долгосрочные финансовые результаты вложений СФ в акции скорее слабые из-за несовершенной диверсификации портфеля. Вывод сделан на сравнении доходностей фондов с ориентиром — индексом MSCI Global Equity. Кроме того, авторы отмечают: несмотря на опасения, что суверенные фонды служат политическим целям и вкладываются в стратегические отрасли, они часто финансируют компании со стеснёнными финансами и тем самым могут повышать их стоимость, снимая ограничения по финансированию. Схожим образом Megginson, You и Nan (2013) отвергают гипотезу политического влияния, показывая, что трансграничные вложения СФ делаются прежде всего с коммерческой целью

— как и у других инвестиционных структур. Более того, работа устанавливает положительную связь между вложениями фондов и защитой инвесторов, уровнем экономического развития и глубиной рынка капитала в стране-цели. В целом авторы сходятся в том, что важна диверсификация, что политические факторы влияют на инвестиционные решения и что корреляции с нефтяным богатством нужно учитывать. Besk и Fidora (2008) обсуждают взгляд на оптимальную диверсификацию для СФ, отмечая корреляцию финансового сектора с нефтяными доходностями и снова указывая, что большая часть вложений фондов сосредоточена в финансовом секторе. Они же предупреждают: если суверенными фондами движут нефинансовые мотивы вроде политических соображений, возникает риск чрезмерного принятия риска и искажения цен активов. Высказывались опасения, что отдельные фонды могут резко распродавать активы и раскачивать рынок. Звучали и предупреждения, что некоторые СФ станут вкладываться в чувствительные отрасли, спасая или поддерживая местные компании по причинам, не связанным с экономикой. Впрочем, по состоянию на 2008 год, отмечают авторы, никаких конкретных свидетельств того, что подобное поведение вредит целостности рынка, не было. Bernstein, Lerner и Schoar (2013), как и Dusk и Morse (2011), разбирают политическое влияние на вложения суверенных фондов. По сей день работа Bernstein, Lerner и Schoar (2013) остаётся самым полным разбором этой темы и инвестиционных стратегий СФ вообще. Авторы справедливо замечают, что суверенные фонды особенно интересны для изучения из-за возможного взаимодействия между их миссией и структурой собственности. Их инвестиционные уставы обычно ставят во главу угла максимизацию финансовой отдачи ради долгосрочных общественных задач — пенсионных выплат или нужд экономического развития, — но квазигосударственная природа этих фондов открывает их политическому влиянию, а оно нередко отдаёт предпочтение более краткосрочным целям. Авторы указывают на серьёзные агентские проблемы в устройстве СФ, порождаемые политическим давлением, которое может обернуться краткосрочной поддержкой местных компаний или промышленной политикой. На последствия такого давления есть два взгляда: сторонники государственных инвестиций считают, что неразвитые финансовые рынки упускают прибыльные возможности, а противоположная точка зрения гласит, что политическое вмешательство выльется в ошибочные попытки поддержать неэффективные компании или вложиться в модные отрасли, то есть в проциклическое поведение. Такая рамка даёт проверяемые следствия об эффективности фондов: если верен оптимистический взгляд, СФ вкладываются главным образом в местные компании с финансовыми трудностями, которые затем показывают хорошие результаты. Если верен пессимистический — вложения будут смещены в сторону местных компаний, проявят проциклический характер и дадут слабые результаты. Анализ показал, что суверенные фонды предпочитают вкладываться внутри страны, когда у местных рынков акций высокие отношения цены к прибыли, и теряют интерес к внутренним вложениям, когда дороги зарубежные рынки. Такое поведение может идти от стратегического расчёта — целить в рынки с высокой опционной стоимостью и высоким отношением цены к стоимости. Но возможно и другое толкование: фонды выбирают переоценённые вложения. Динамика последующих доходностей скорее говорит о том, что суверенные фонды «гонятся за трендом», сосредоточиваясь на рынках, где стоимость акций уже раздута. Впрочем, о предпо-

чтениях фондов при выборе целей авторы расходятся. Kotter и Lel (2011) считают, что СФ выбирают финансово неблагополучные, стеснённые в деньгах, крупные транснациональные компании со слабыми результатами, особенно в финансово развитых странах. Более того, авторы находят у фондов черты пассивных акционеров: по сравнению с контрольной выборкой значимого долгосрочного влияния на результаты и управление компаний-целей нет. В целом исследование говорит о сходстве суверенных фондов с институциональными инвесторами и по предпочтениям в выборе целей, и по влиянию на их результаты, причём ключевую роль в решениях фондов и во влиянии на стоимость цели играет прозрачность. У прозрачных СФ склонность вкладываться в стеснённые и неблагополучные компании выше, чем у непрозрачных.

Amar, Carpentier и Lescourt (2017) подчёркивают, что суверенные фонды стран Персидского залива при выборе вложений ставят характеристики страны выше финансовых соображений, — значит, мотивы шире чистой максимизации прибыли. Покупка контрольного пакета описана как решение особого рода, выходящее за пределы обычных инвестиционных соображений, где финансовая сторона играет незначительную роль, если играет вообще. Кроме того, исследование показывает, что прозрачные фонды Залива охотнее приобретают крупные пакеты — особенно в странах Европейского союза, в странах с прочной защитой прав акционеров и в нестратегических отраслях. Вместе взятое это говорит о том, что, хотя мотивы контрольных покупок фондов Залива могут выходить за рамки чистой прибыли, приобретение крупных пакетов не является для правительств основным способом закрепить стратегические интересы за рубежом. Отчасти это подтверждает довод Kotter и Lel (2011) о том, что рост прозрачности повышает тщательность инвестиционной работы. Ниже сведены работы «за» и «против» по нескольким ключевым вопросам, упомянутым в обзоре.

Таблица 7: Основные выводы обзора литературы

Вывод	Работы «за»	Работы «против»
У большинства суверенных фондов есть так называемое домашнее смещение: они вкладываются в собственную страну больше, чем можно было бы считать оптимальным с точки зрения диверсификации	• Fotak et al. (2008) • Chhaochharia, Laeven (2008) • Dyck and Morse (2011) • Bernstein et al. (2013) • Bodie, Briere (2014)	Работ нет
Поскольку большинство фондов и их страны зависят от экспорта сырья, ради устойчивого притока доходов государству фондам следует вкладываться в активы, контрциклические к ценам базового экспортного сырья (обычно нефти)	• Fotak et al. (2008) • Chhaochharia, Laeven (2008) • Dyck and Morse (2011) • Bernstein et al. (2013) • Bodie, Briere (2014)	Работ нет
Из-за тесной связи руководства фондов с государственными чиновниками часто утверждают, что инвестиционные решения СФ экономически не мотивированы, а сами фонды используются политиками для достижения краткосрочных целей	• Fotak et al. (2008) • Chhaochharia, Laeven (2008) • Dyck and Morse (2011) • Bernstein et al. (2013) • Bodie, Briere (2014)	• Chhaochharia, Laeven (2008) • Beck, Fidora (2008) • Kotter, Lel (2011) • Megginson, You, Han (2013)

Таким образом, вопрос о том, политически ли мотивированы вложения суверенных фондов, остаётся без ответа. Неясность в том, что само выражение «политически мотивированный» нигде отчётливо не определено, а потому исследователи не могут как следует разобрать это явление. Что до наличия домашнего смещения и необходимости учитывать корреляции с нефтяным рынком, все разобранные работы отвечают утвердительно.

Влияние внутренней политики

Хотя влияние политических факторов на решения по конкретным сделкам доказано не было, они безусловно определяют структуру суверенного фонда, его цели и мандат. Исследования говорят, что фонды с большей политической вовлечённостью склонны ставить краткосрочные цели экономической политики выше долгосрочной максимизации богатства (Bernstein, Lerner и Schoar, 2013). Политические факторы добавляют риски, которые фондам приходится учитывать при формировании портфеля. Геополитические события, смена государственной политики или изменения регулирования создают политические риски, влияющие на результаты вложений и решения о структуре портфеля. Фондам может по-

надобиться встроить управление политическим риском в свои подходы к размещению активов, чтобы смягчить эту неопределённость (Bazoobandi и Nugent, 2017). Важный вклад вносит Braunstein (2018), показывая существенное влияние отношений государства и частного сектора на создание, устройство и использование суверенных фондов в экономиках Персидского залива и приводя ценные разборы нескольких таких фондов. Сопоставляя различия в устройстве фондов с различиями внутривластного ландшафта соответствующих стран, мы можем выделить институциональные факторы, влияющие на структуру фонда, а значит, и на его инвестиционную политику.

- Кувейт. Отсутствие в промышленной сфере Кувейта крупного суверенного фонда с мандатом развития — в отличие от соседей — объясняется исторически сильным и хорошо организованным внутренним купеческим, строительным и торговым сословием. Этот влиятельный сектор ограничивает создание и использование фондов для промышленных задач. Вместе с тем появление Kuwait Investment Authority отражает возникновение фонда со сберегательным мандатом там, где частный финансовый сектор политически слаб, — как в Абу-Даби и Катаре. Это подтверждает довод статьи: фонды со сберегательным мандатом обычно возникают там, где нет сильного и политически организованного частного финансового сектора.
- Абу-Даби. Создание Abu Dhabi Investment Company (ADIC), International Petroleum Investment Corporation (IPIC) и Mubadala — примеры фондов с мандатом развития и диверсификации там, где частное купеческое, строительное и торговое сословие политически слабо, как и в соседнем Катаре. Это подтверждает довод статьи: фонды с промышленным мандатом возникают там, где нет сильного и политически организованного частного сектора. С 1970-х по 2000-е годы Абу-Даби создал несколько государственных финансовых институтов с мандатом развития. ADIC, учреждённая в 1977 году, работала под управлением правящей семьи и активно вкладывалась в зарубежные и внутренние активы. IPIC, созданная в 1984 году, занималась укреплением рынков сбыта для нефти Абу-Даби и расширяла вложения по всей углеводородной цепочке за рубежом. Mubadala, основанная в 2002 году, была нацелена на диверсификацию и преобразование эмирата и работала в самых разных отраслях.
- Катар. Централизация принятия решений в промышленной сфере Катара с середины 1990-х годов — под руководством эмира и узкого круга лиц, определяющих политику, — усилила конкуренцию государства с частным сектором, особенно в строительстве. Несмотря на попытки Торговой палаты Катара влиять на экономическую политику, участие государства через суверенные фонды вроде Qatar Investment Authority ограничило влияние палаты на принимаемые решения.
- Бахрейн. Подход Бахрейна к суверенным фондам отличается от соседского из-за развитого внутреннего частного финансового сектора. Отсутствие в Бахрейне фонда со сберегательным мандатом согласуется с высказанной в статье мыслью: сильный и политически организованный частный финансовый сектор способен ограничить создание и использование таких фондов.

Довод подтверждается и случаем России, где суверенный фонд не играет заметной роли и служит лишь инструментом бюджетной стабилизации. По Braunstein (2018), причиной может быть высокоразвитый финансовый сектор: частный сектор способен получить финансирование, занимая у населения или через прямое кредитование.

Роль СФ в национальном развитии

Работа Gelb, Tordo и Halland (2014) обсуждает, уместно ли использовать суверенные фонды для финансирования долгосрочных нужд развития, и прежде всего — должны ли такие вложения быть внутренними или зарубежными. Авторы подчёркивают важность коммерческих или квазикommerческих вложений фондов на внутреннем рынке. Отмечается, что внутренние вложения СФ несут риск расстроить макроэкономическое управление и подорвать качество государственных инвестиций и цели фонда по сохранению богатства. Страны, живущие природными ресурсами, стоят перед принципиальными решениями о том, как распорядиться доходами. Сюда входит вопрос, сколько сберечь и вложить ради долгосрочной бюджетной и экономической устойчивости, а сколько потратить сейчас. Есть и вопрос, не раздать ли часть сверхдоходов гражданам (как делает Alaska APF), вместо того чтобы целиком пропускать их через государственные расходы. Помимо страховых остатков на случай краткосрочных потрясений при неустойчивых сырьевых ценах, нужно найти и подходящие долгосрочные вложения. Если часть бюджетных расходов идёт на производительные вложения, её следует считать сбережением, а не потреблением. Такой взгляд расширяет бюджетные возможности для внутренних инвестиционных расходов — при условии, что вложения действительно прибавляют национального богатства. Качество государственных инвестиций принципиально для экономического роста: плохое управление ими ведёт к растрате ресурсов и коррупции. Риск неэффективности растёт, когда вложения быстро наращивают, не считаясь с макроэкономическими и институциональными пределами усвоения. Роль части суверенных фондов в развитии отчасти перекликается с понятием отдачи от предназначения в определении Milano и соавторов (2021). Отдача от предназначения — это оценка финансовых результатов и способности компании создавать стоимость исходя из её инициатив и стратегий, продиктованных предназначением. Речь о том, как предназначение компании, помимо извлечения прибыли, влияет на её рыночную стоимость, прибыльность, операционную рентабельность и финансовый успех в целом.

В статье авторы разбирают, как компании с отчётливым чувством предназначения обычно опережают компании, у которых оно слабее, — по рыночной стоимости, прибыльности и отдаче на капитал. Они отмечают, что у компаний с более высокой оценкой предназначения вероятно положительное влияние на рыночную стоимость, операционную рентабельность и финансовые результаты в целом. Отдачу от предназначения можно измерить, оценив финансовую выгоду и созданную стоимость от вложений в такие инициативы: укрепление бренда, рост потребительской лояльности, отличие компании на рынке. Компании, которым удаётся согласовать предназначение с деловой стратегией, чаще добиваются устойчивого роста, более высоких рыночных оценок и более прочных финансовых результатов со временем. В приложении к суверенным фондам понятие отдачи от предназначения означало бы измерение финансовой и стратегической выгоды от вложений,

отвечающих целям страны. Отдавая предпочтение проектам, создающим долгосрочную стоимость, выстраивая стратегическое размещение активов и оценивая влияние вложений на экономический рост и стратегические интересы, суверенные фонды могут показать свою роль в продвижении повестки развития страны. Хотя измерить, насколько тот или иной фонд следует этому принципу, трудно, для стратегических фондов мы дадим качественную оценку.

Итоги обзора литературы

- Сырьевому суверенному фонду оптимально отклоняться от рыночного портфеля и хеджировать именно риск сырьевых цен, вкладываясь в отрасли и страны с низкой или отрицательной корреляцией с соответствующим сырьём.

Кроме того, можно применять меняющуюся во времени стратегию, подстраивая веса портфеля под меняющиеся корреляции, то есть используя дельта-хеджирование и удерживая нейтральную к сырью позицию.

- Поскольку суверенные фонды входят в более широкую экономическую политику и встроены в систему государственных финансов, разбирать их разумно с учётом общего бюджетного положения страны, включая балансы центрального банка, пенсионных фондов и прочих государственных инвесторов.
- Домашнее смещение, то есть склонность чрезмерно вкладываться в собственную страну, широко распространено среди СФ и может свидетельствовать о недостаточной диверсификации.
- Суверенные фонды проявляют особый интерес к финансовому сектору. Не все авторы согласны, что это признак недостаточной диверсификации.
- Согласия о способности фондов делать качественные вложения и опережать рынок — или хотя бы держаться вровень с ним — среди исследователей нет.

Одни авторы показывают, что суверенные фонды принимают неудачные инвестиционные решения и отстают от рыночных индексов. Другие возражают, что фонды хорошо выбирают бумаги и дают капитал финансово неблагополучным, но давно работающим компаниям.

- Тем не менее разобранные работы в целом сходятся: прозрачные фонды ведут инвестиционную работу тщательнее непрозрачных.
- Влияние политических факторов на инвестиционные решения СФ не подтверждено. Одни авторы показывают, что фонды действуют рационально, другие возражают, что нефинансовые характеристики объясняют их вложения лучше.
- Институциональные факторы оказались главным, что определяет структуру, цели и инвестиционные мандаты суверенных фондов. Страны со слабым частным финансовым сектором создают стратегические фонды как способ подстегнуть экономический рост, поскольку внутренний финансовый сектор эту роль взять не может.

- Компании с отчётливым чувством предназначения обычно опережают прочие по рыночной стоимости и прибыльности. В приложении к суверенным фондам (особенно стратегическим) это понятие означает измерение долгосрочной выгоды от вложений, отвечающих национальным целям, ради продвижения повестки развития.

Часть 3. Данные и методология

Основной источник данных для этой работы — SWF Global (2024) (в частности, «Sovereign Wealth Funds Annual Report 2024» и «GSR Scoreboard 2023») в сочетании с годовыми отчётами фондов, их инвестиционными политиками, правительственными актами о суверенных фондах и другими открытыми документами. Отнесение фондов к типам (сберегательный, стабилизационный, стратегический) сделано по данным SWF Global (2024) либо по заявлениям самого фонда о своей миссии и функциях в отчёте. Ниже приведён перечень 13 фондов, которые мы разбираем в работе. Вместе на них приходится 80% совокупных активов суверенных фондов на 2023 год. Итоговая выборка определялась прежде всего доступностью данных.

Таблица 8: Выборка суверенных фондов

Фонд	Страна	Возраст	Активы, млрд \$	Тип
NBIM	Норвегия	25	1 548	Сберегательный
ADIA	ОАЭ — Абу-Даби	55	891	Сберегательный
PIF	Саудовская Аравия	51	861	Стратегический
KIA	Кувейт	69	845	Сберегательный
GIC	Сингапур	41	769	Сберегательный
ICD	ОАЭ — Дубай	16	341	Стратегический
Temasek	Сингапур	48	287	Стратегический
Mubadala	ОАЭ — Абу-Даби	38	276	Стратегический
TVF	Турция	5	190	Стратегический
Future Fund	Австралия	16	185	Стратегический
APF	США — Аляска	48	79	Стабилизационный
Самрук-Казына	Казахстан	14	73	Стратегический
SOFAZ	Азербайджан	23	56	Стабилизационный

Таблица 9: Целевые переменные по суверенным фондам

Переменная	Описание
RETURN	Годовая финансовая доходность фонда за десятилетний период
PE	Доля прямых инвестиций в портфеле фонда
RE	Доля недвижимости в портфеле фонда
ALT	Доля альтернативных вложений в портфеле (прямые инвестиции, недвижимость, хедж-фонды)
DOMESTIC	Доля портфеля, вложенная внутри страны
CASH_SHARE	Отношение денежных средств к активам (быстрая ликвидность)
DEBT_SHARE	Отношение процентного долга к активам (долговая нагрузка)

Приведённые ниже данные описывают инвестиционные стратегии и их результаты для двух групп фондов: стратегических и сберегательных/стабилизационных. Сберегательные

и стабилизационные объединены по двум причинам: во-первых, они довольно однородны между собой; во-вторых, при всего двух наблюдениях по стабилизационным фондам деление выборки на три группы дало бы неустойчивые результаты. Под структурой портфеля в работе понимается его состав по классам активов, географии, дюрации (для инструментов с фиксированным доходом) и отраслям. Из-за разного уровня раскрытия у разных фондов приходится сосредоточиться на разбивке по классам активов: это единственный параметр, который раскрывают все 100% фондов.

Таблица 10: Сравнение стратегических и сберегательных/стабилизационных фондов

	Стратегические	Сберегательные / стабилизационные
RETURN	7,2%	4,9%
PE	42,7%	13,0%
RE	11,4%	8,6%
ALT	61,1%	25,1%
DOMESTIC	62,9%	1,5%
CASH_SHARE	5,8%	2,7%
DEBT_SHARE	21,9%	4,2%

Эти сведения показывают, как типы и цели суверенных фондов сказываются на их инвестиционных стратегиях, а значит, и на структуре портфеля и результатах.

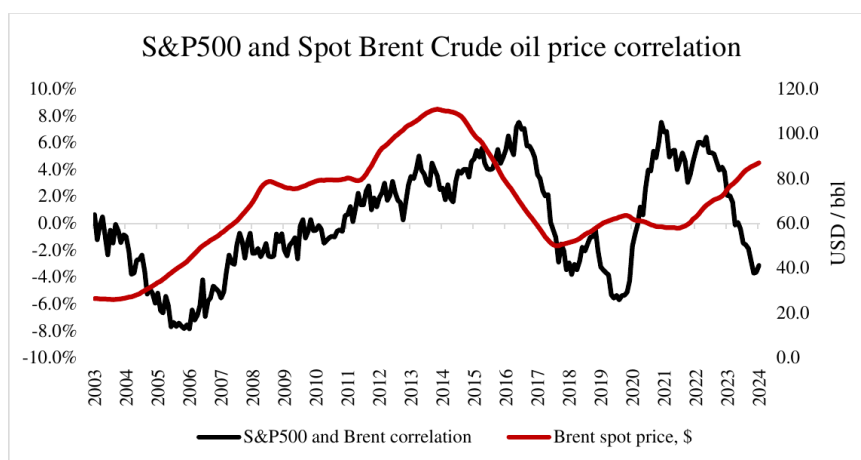
Если такого периода нет, берётся самый длинный доступный. Стратегические фонды придерживаются более агрессивного подхода, чем сберегательные (стабилизационные). Это видно по их заметной доле в альтернативных классах активов, включая прямые инвестиции. Сберегательные фонды, напротив, следуют более осторожной стратегии, отводя меньше места классам с повышенным риском. Разница в доле внутренних вложений между двумя типами подчёркивает упор стратегических фондов на внутреннее развитие и экономический рост, тогда как сберегательные ставят на глобальную диверсификацию и снижение риска. Уже отсюда ясно, что явление «домашнего смещения» прекрасно объясняется инвестиционным мандатом фонда, то есть его типом. Доля недвижимости у обоих типов примерно одинакова, хотя у стратегических чуть выше. На первый взгляд это нелогично: почему фонды разных типов и с разными задачами держат почти равные доли в столь нестандартном классе активов? Можно предположить, что стратегические фонды больше заняты девелоперскими проектами ради экономического роста, а сберегательные используют недвижимость для хеджирования — из-за её низкой корреляции с рыночным портфелем. Значит, полезно было бы различать разные виды недвижимости.

Таблица 11: Результаты оценивания модели

y_i	α	β	$\text{corr}(y_i, D_i)$	t -статистика	p -значение
RETURN	0,05	0,03	58,4%	2,93	0,75%
PE	0,13	0,36	68,0%	4,19	0,09%
RE	0,09	0,02	17,7%	0,61	27,85%
ALT	0,22	0,36	79,9%	7,35	0,00%
DOMESTIC	0,02	0,54	75,3%	5,77	0,01%
CASH_SHARE	0,04	0,08	58,7%	2,97	0,70%
DEBT_SHARE	0,10	0,21	52,9%	2,43	1,77%

Как видно из таблицы выше, все переменные, кроме доли недвижимости в портфеле, объясняются типом фонда на уровне значимости 5%. Кроме того, вслед за теорией Amar, Carpentier и Lecourt (2017) и Gintschel и Scherer (2008) мы рассматриваем корреляцию между рыночным портфелем (представленным индексом S&P500) и спотовой ценой нефти Brent (данные Международного энергетического агентства). Мы оцениваем месячные корреляции дневных изменений цен для двух рядов, а затем сглаживаем их по 36-месячному окну. Это позволяет проследить тенденции в связи рыночного индекса с колебаниями цены нефти. График ниже показывает эти корреляции; там же приведена сглаженная по 36 месяцам спотовая цена нефти Brent.

Рис. 3: Корреляция S&P500 и спотовой цены нефти Brent, 2003–2024



Прежде всего важно объяснить, почему такая корреляция вообще может меняться. Рыночные индексы, включая S&P500 и MSCI, взвешены по капитализации, поэтому рост цены нефти, поднимающий капитализацию нефтяных компаний, увеличивает и их веса в рыночном портфеле. Индекс S&P500, например, пересматривается ежеквартально. Из графика выше видно, что рост или падение спотовой цены Brent обычно предшествует соответствующему росту или падению корреляции между рыночным индексом и ценой нефти. Эконометрическая проверка этого явления в задачи работы не входит, поэтому дальше мы её не разбираем. Однако важно указать на возможные опасности, которые из этой закономерности следуют для суверенных фондов. Корреляция между этими величинами устойчиво росла с 2006 по 2016 год — целое десятилетие. В тот же период вес энергетического сектора в портфелях фондов увеличивался вместе с ценами на нефть. Теперь, при развороте нефтяных цен вниз, фонды сталкиваются с двойной бедой: падают доходы, обычно получаемые от экспорта нефти, и обесценивается портфель, в котором стало слишком много энергетических компаний. Вместо того чтобы служить буфером против колебаний нефтяных цен, портфель начинает вести себя проциклически. Эмпирически такой сценарий пока не подтверждён (например, в период падения цен 2014–2017 годов), но для суверенных фондов это важный повод задуматься. Теперь перейдём к разбору случаев и сравнению фондов разных типов — но во всех случаях сырьевых. Причина в том, что почти вся теория о суверенных фондах строится на допущении, что у страны есть бюджетный профицит, который нужно куда-то разместить, — отсюда и появляется фонд. Однако создаются фонды не всегда

так: турецкий TVF, например, был учреждён через объединение государственных активов, как и казахстанский «Самрук-Казына», хотя последний получает ещё и значительные нефтегазовые доходы.

Часть 3.1. Сравнение стратегических сырьевых фондов: PIF и «Самрук-Казына»

Экономики Саудовской Аравии и Казахстана устроены по-разному, и различие задано их природными ресурсами. Экономика Саудовской Аравии сильно зависит от нефтяной отрасли: около 50% ВВП, 70% экспортной выручки и 87% доходов бюджета — при том что программа Vision 2030 продолжает работу над диверсификацией. Казахстан, напротив, обладает более разнообразной экономикой: наряду с опорой на нефть, газ и минеральное сырьё есть вложения в разные отрасли. На нефтегазовый сектор в Казахстане приходится лишь 17% ВВП и 40% доходов бюджета. Финансовый сектор в обеих странах довольно слаб, что и порождает потребность в суверенном фонде как инструменте развития. При этом отношение банковских активов к ВВП в Саудовской Аравии вдвое выше, чем в Казахстане: 66% против 27%.

Таблица 12: Сравнение PIF и «Самрук-Казына»

Переменная	PIF	Самрук-Казына
RETURN	8,0%	6,6%
PE	42,0%	100,0%
RE	9,0%	0,0%
ALT	51,0%	62,0%
DOMESTIC	69,0%	100,0%
CASH_SHARE	6,0%	8,7%
DEBT_SHARE	31,0%	22,7%

Профиль фонда: PIF

Public Investment Fund (PIF), учреждённый в 1971 году, создавался ради экономического роста Саудовской Аравии. Взойдя на престол в 2015 году, король Салман передал надзор за фондом своему сыну, наследному принцу Мухаммеду бин Салману. После этой перемены PIF взял новое стратегическое направление, заметно расширив участие и внутри страны, и за рубежом, — в частности, через программу Vision 2030 и крупные вложения в такие компании, как Softbank и Uber. Фонд стремится стать крупнейшим суверенным фондом мира и управлять активами на 2 трлн долларов (SWF Global, 2024). Далее разбор PIF опирается на четыре ключевых документа: годовой отчёт PIF за 2022 год, Закон о PIF, отчёт о самооценке по Сантьягским принципам за 2023 год и инвестиционную стратегию PIF на 2021–2025 годы. Дополнительно использован «SWF Annual Report 2024» (SWF Global, 2024). В своём отчёте PIF формулирует цели и миссию так:

- Наращивать активы Public Investment Fund
- Открывать новые отрасли

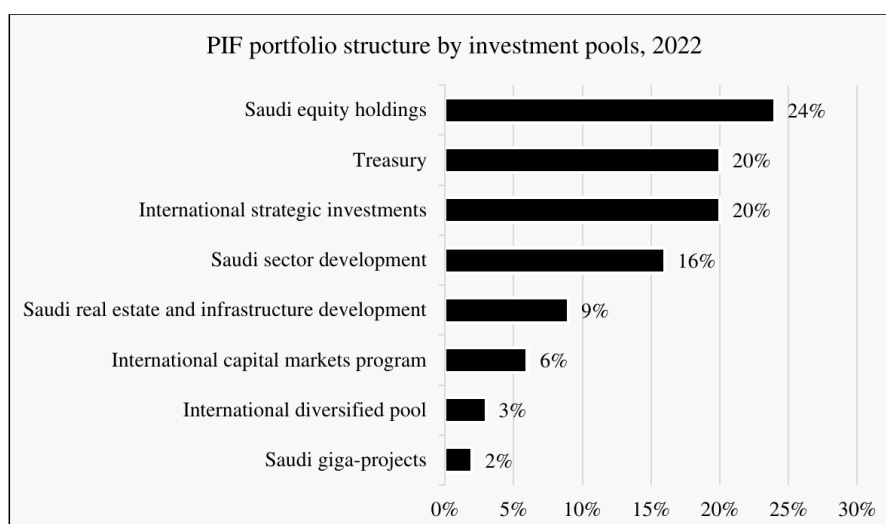
- Строить стратегические экономические партнёрства
- Локализовать передовые технологии и знания. Отсюда ясно, что фонд относится к стратегическому типу: его заявленная цель — развитие местной экономики. Теперь посмотрим на источники финансирования этого развития. PIF сообщает, что финансируется из следующих источников:
 - Нераспределённая прибыль от вложений
 - Взносы капитала от правительства
 - Государственные активы, переданные фонду
 - Займы и долговые инструменты. Финансовая часть годового отчёта PIF очень скупа, и точные доли каждого источника неизвестны. Точно так же неизвестна и структура доходов фонда, поэтому оценить эффективность его работы — по крайней мере финансовую — мы не можем. В марте 2024 года 8% Saudi Aramco (вдобавок к 8%, которыми PIF уже владел) были переданы фонду от правительства Саудовской Аравии, что приносит ему около \$9 млрд дополнительных годовых дивидендов (Magid, Saba и Tanios, 2024). Это пример финансирования фонда через передачу государственных активов. Теперь, когда цель и финансирование определены, назовём отрасли, которые PIF считает своими основными задачами развития:
 - Авиакосмическая отрасль и оборона
 - Автомобилестроение
 - Транспорт и логистика
 - Продовольствие и сельское хозяйство
 - Здравоохранение
 - Развлечения
 - Финансовые услуги
 - Связь, медиа и технологии
 - Недвижимость
 - Коммунальное хозяйство и возобновляемая энергетика
 - Строительство
 - Потребительские товары
 - Металлургия и горная добыча. Фонду запрещено вкладываться в нефтегазовый сектор — ради диверсификации экономики. Цель программы SaudiVision 2030 в том, чтобы к 2030 году частный сектор давал 65% ВВП (против 45% в 2023 году). Хотя PIF не приводит процентной разбивки портфеля по отраслям, видно, что перечень весьма разнообразен. Ниже приведены целевые наблюдаемые переменные по PIF.

Таблица 13: Целевые наблюдаемые переменные PIF

Переменная	Значение
RETURN	8,0%
PE	42,0%
RE	9,0%
ALT	51,0%
DOMESTIC	69,0%
CASH_SHARE	6,0%
DEBT_SHARE	31,0%

Структура портфеля

PIF выстраивает вложения в том, что называет «инвестиционными пулами». Каждому пулу отводится определённая доля общего портфеля. График ниже показывает структуру портфеля PIF по пулам.

Рис. 4: Структура портфеля PIF, 2022

В отчёте фонд приводит описание каждого пула и его обоснование. Эти описания собраны в таблице ниже.

Таблица 14: Описание инвестиционных пулов PIF

Пул	Описание
Saudi Equity Holdings	Допустимые вложения — доли в капитале компаний Саудовской Аравии и более широкого региона MENA, как публичных, так и частных. Вкладываться можно и косвенно, через третьи стороны или внешние управляющие фонды. Круг вложений охватывает и другие виды активов в регионе MENA.
Saudi Development Sector	Вложения охватывают и новые, и развивающиеся отрасли и предприятия — прямо или косвенно. Через них PIF стремится усилить и запустить ключевые отрасли, способствующие диверсификации и экономическому продвижению, чтобы частный сектор мог развивать и совершенствовать эти отрасли ради развития знаний и технологий и создания рабочих мест в малом и среднем бизнесе, избегая прямой конкуренции.
Saudi Real Estate and Infrastructure Development	Вложения охватывают девелопмент недвижимости и инфраструктурные начинания внутри Саудовской Аравии, отвечая растущему спросу населения на досуг, торговлю и развлечения. Они не только повышают привлекательность страны для туристов, но и улучшают качество городской жизни, создают инфраструктуру, необходимую для экономического роста, и подстёгивают смежные отрасли.
Saudi Giga-Projects	В этот пул входят масштабные проекты, создающие сложные экосистемы и играющие принципиальную роль в переустройстве саудовской экономики. Названные советом директоров «гигапроектами», эти вложения отличаются сложностью, беспрецедентным мировым масштабом и назначением и нацелены на существенный экономический рост и создание стоимости. Сюда входят четыре крупных начинания: NEOM, ROSHN, Qiddiya и Red Sea Global. Оцениваются такие проекты прежде всего по способности принести широкие экономические выгоды: рост ненефтяного ВВП, рабочие места, продвижение различных отраслей, прямые иностранные инвестиции и прочее.
International Strategic Investments	Портфель ISI, сложившийся со временем, сочетает прямые и косвенные долгосрочные вложения, сделанные через стратегические партнёрства по всему миру. Его ключевые задачи — стратегические союзы с новаторскими компаниями и влиятельными инвесторами ради расширения мирового влияния Саудовской Аравии, вложения в передовые технологии, определяющие будущее мировой экономики, диверсификация активов и доходов PIF и укрепление лидирующего положения страны в мире. Кроме того, пул нацелен на привлечение иностранных вложений, поддержку локализации технологий и укрепление межгосударственных связей.
International Diversified Pool	Пул занят диверсификацией активов фонда по классам и регионам ради взвешенного портфеля с поправкой на риск. IDP заметно способствует диверсификации активов PIF, следуя долгосрочной стратегии размещения, нацеленной на эффективное накопление богатства и получение дохода. Он стремится к максимальной долгосрочной доходности, вкладываясь и в ликвидные, и в неликвидные зарубежные активы в пределах заданного аппетита к риску, по широкому кругу классов: инструменты с фиксированным доходом, публичные и частные акции, недвижимость, инфраструктура, альтернативные вложения (включая хедж-фонды) и прямые вложения.
International Capital Markets Program	Программа ICMP, запущенная в 2020 году, создавалась ради использования крупных макротенденций и срочных возможностей, возникших вследствие пандемии COVID-19. Она стратегически вкладывается в складывающиеся мировые тенденции в разных регионах и отраслях: связь, энергетика, потребительские товары, финансы, здравоохранение, информационные технологии и другие. На втором году работы ICMP продолжила пользоваться инвестиционными возможностями, укрепляя международную роль фонда и наращивая его активы под управлением ради привлекательной долгосрочной доходности.
Treasury (неинвести-)	Казначейский пул PIF ведает управлением и размещением капитала

Во всех разобранных документах приведённые описания инвестиционных пулов — исчерпывающие, никаких дополнительных сведений нет. Описания расплывчаты, отвлечёны, им недостаёт ясности и определённости. Возникают вопросы о возможных пересечениях между пулами. Например, из представленных сведений неясно, чем различаются подходы и целевые вложения пула Saudi Equity Holdings и пула Saudi Sector Development. Нет сведений и о порядке принятия инвестиционных решений или об инвестиционных критериях. В общем замысле PIF поставлен во главу угла экономического преобразования, однако его ставка на масштабные вложения в гигaproекты как способ достижения этих целей вызывает вопросы. Пример — история Neom (Fattah и Martin, 2024). Изначально город The Line (Neom) должен был принять 1,5 млн жителей к 2030 году, теперь же ожидается менее 300 тысяч. Проект, задуманный на 170 километрах пустыни вдоль побережья, к 2030 году будет построен, по нынешним оценкам, лишь на 2,4 километра. Из-за этой правки подрядчики на площадке сократили персонал. Первоначальный бюджет в \$500 млрд к 2024 году вырос до \$1,5 трлн. За 2022 год PIF вложил в проект более \$7 млрд. Если учесть, что более половины финансирования должно было прийти от фонда, то даже при исходных \$500 млрд речь идёт о \$250 млрд, то есть о трети его активов под управлением. Это ставит вопрос об эффективности вложения. Резкий рост стоимости за два года и значительное сокращение проекта отчасти объясняют дополнительную передачу фонду 8% Agamco.

Ключевые особенности фонда и рекомендации

Разбор PIF обнаруживает значительные изъяны в прозрачности, ясности инвестиционной стратегии и практике управления рисками. Недостаток прозрачности, расплывчатые инвестиционные политики и возможные пересечения между пулами ставят под вопрос способность фонда достигать своих стратегических целей. Недопустимый провал в оценке проекта — история Neom — показывает, чем непрозрачная инвестиционная практика оборачивается для крупных проектов. Инвестиционный портфель фонда охватывает множество отраслей. Важно отметить и то, что PIF намеренно избегает вложений в нефтегазовый сектор, показывая приверженность диверсификации. Исходя из этого, фонду необходимо повысить прозрачность и сделать инвестиционную стратегию и политику яснее. Рекомендации для PIF таковы:

- Повысить прозрачность, публикуя подробные сведения об инвестиционных решениях, практике управления рисками и критериях оценки результатов.
- Сформулировать ясные и определённые инвестиционные политики, которые направляли бы размещение активов и принятие решений. Сюда же входят меры против пересечения вложений между пулами — ради эффективного размещения капитала.
- Укрепить процедуры оценки проектов, чтобы избегать провалов вроде Neom, повысив тщательность инвестиционных решений.

Выполнив эти рекомендации, PIF сможет улучшить практику управления, повысить эффективность вложений и снизить риски, связанные с непрозрачной инвестиционной практикой.

Профиль фонда: «Самрук-Казына»

«Самрук-Казына» — национальный холдинг в государственной собственности, владеющий долями в крупных казахстанских компаниях ключевых отраслей: нефти и газа, транспорта и логистики, химического и атомного секторов, горнодобычи и металлургии, энергетики и недвижимости. Фонд служит инструментом промышленной политики и диверсификации. Сейчас он проходит масштабную реформу, направленную на приватизацию ряда дочерних компаний (318 по состоянию на 2022 год) ради привлечения частных вложений (SWF Global, 2024). Цель: обеспечить устойчивое экономическое развитие и создание долгосрочной стоимости через эффективное управление диверсифицированным портфелем активов и поддержку бизнеса в интересах народа Республики Казахстан. Видение: национальный экономический лидер, совершающий прорыв в инновационном развитии на принципах благополучия человека и охраны окружающей среды через ответственные инвестиции. Модель роста фонд описывает в отчёте так: с учётом нынешнего социально-экономического положения страны и роли фонда вложения целесообразно направлять прежде всего в экономику Казахстана. В связи с этим модель управления фондом на ближайшие семь лет определена как стратегический холдинг с задачами поддержания социального и инфраструктурного развития страны. К 2030 году при благоприятной рыночной конъюнктуре фонд должен перейти к модели инвестиционного холдинга с сохранением контрольной доли в стратегических активах. Фонд будет стремиться диверсифицировать портфель и наполнять его прорывными проектами с высокой долей экспорта, укрепляя конкурентоспособность и репутацию в мире.

Правительство Казахстана утвердило два пакета инвестиционных проектов «Самрук-Казына» для решения социальных и экономических задач. В первый входят газификация теплоэлектростанций, проекты водоснабжения, строительство новых газопроводов и железных дорог. Второй охватывает модернизацию национальной электросети, проекты возобновляемой энергетики и нефтехимии, направленные на повышение качества жизни населения. В отчётном году реализовано пять инвестиционных проектов на 1 трлн 344 млрд тенге. В части развития несырьевого производства в Казахстане открыт нефтехимический завод мощностью 500 тыс. тонн полипропилена в год — ради диверсификации экономики и снижения зависимости от экспорта сырья. Ожидается, что завод положительно скажется на национальной экономике, став одним из ведущих мировых производителей полипропилена. Кроме того, готовятся планы завода по производству полиэтилена — для дальнейшей диверсификации. Ради решения экологических задач ведётся перевод алматинской ТЭЦ-2 на газ, чтобы снизить выбросы загрязняющих веществ. В проекте применяются газотурбинные технологии и автоматизированный контроль выбросов, что способствует переходу к низкоуглеродной экономике. По завершении модернизация должна заметно сократить выбросы CO₂ и обеспечить соответствие строгим экологическим нормам. Инфраструктурные проекты — строительство газовой инфраструктуры для теплоэлектростанций Алматы и новая ветроэлектростанция в Шелеке — призваны устойчиво покрывать растущий спрос на энергию. Нехватку воды в западном регионе решают крупными инфраструктурными проектами, обеспечивающими надёжное водоснабжение для жилых и промышленных нужд. Водовод Астрахань — Мангышлак играет важную роль в централизованном снабжении

потребителей Атырауской и Мангистауской областей, принося пользу и населению, и нефтегазовым предприятиям. Фонд стремится наращивать коммерческие активы в портфеле.

- Все вложения должны давать положительную чистую приведённую стоимость ($NPV > 0$) и внутреннюю норму доходности выше стоимости собственного капитала ($IRR > CoE$).
- Упор на стратегического партнёра: новые предприятия создаются совместно с ним.
- Зарубежные вложения фонда направляются в отрасли, стратегически связанные с Казахстаном, за исключением нефтяной. Вложения делаются на всех стадиях реализации проекта и этапах жизненного цикла. Для исполнения инвестиционных стратегий фонд использует разные источники: собственные средства, дивиденды портфельных компаний, поступления от продажи активов, заёмные средства внутреннего и мирового рынков, внутригрупповое финансирование и прочие доступные ресурсы. Помимо «Самрук-Казына», инструментом национального развития служит Банк развития Казахстана, но их инвестиционные возможности несопоставимы: «Самрук-Казына» управляет 33,5 трлн тенге, БРК — лишь 1,7 трлн.

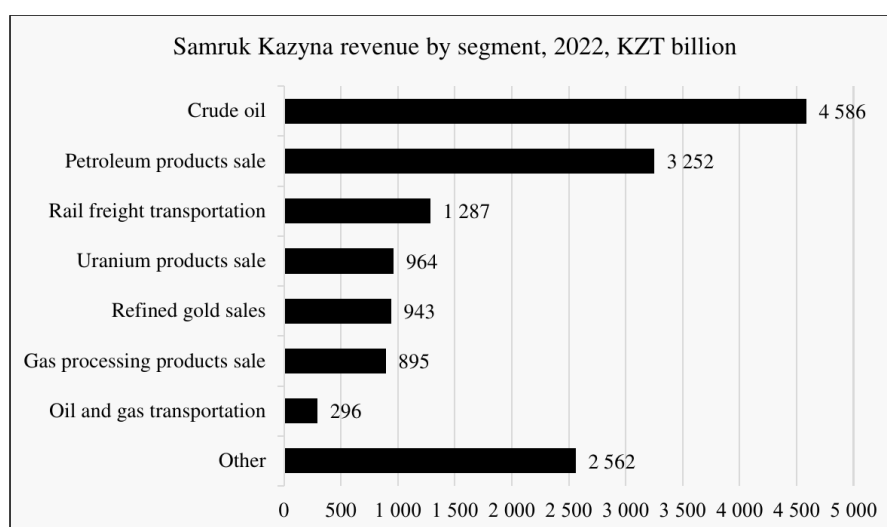
Структура портфеля

В нынешний портфель входят:

- Казахстанский оператор по разведке и транспортировке углеводородов.
- Казахстанский оператор по импорту и экспорту урана, редких металлов и ядерного топлива для атомных электростанций
- Крупнейший оператор магистральной железнодорожной сети Казахстана
- Крупнейший диверсифицированный энергетический холдинг Казахстана, встроенный в международный энергобаланс
- Газовая компания Казахстана, работающая по всей цепочке — от разведки и добычи до продажи конечной продукции
- Системный оператор единой электроэнергетической системы Казахстана
- Крупнейшая телекоммуникационная компания Казахстана со статусом национального оператора связи
- Национальный почтовый оператор Казахстана, оказывающий широкий круг почтовых, финансовых, брокерских и агентских услуг
- Крупнейший авиаперевозчик Казахстана
- Казахская авиакомпания, выполняющая региональные рейсы внутри страны
- Казахская компания по разведке, освоению, добыче, переработке и продаже твёрдых полезных ископаемых

- Казахстанская компания по разработке и реализации инвестиционных проектов в химической промышленности
- Производство и транспортировка энергоносителей, включая нефть и газ
- Транспорт и логистика
- Связь. Инвестиционный портфель «Самрук-Казына» отражает стратегический подход: доли есть в ключевых отраслях казахстанской экономики. Однако возможны вопросы о чрезмерной сосредоточенности в отдельных отраслях — прежде всего в энергетике и транспорте. Такая опора делает фонд уязвимым к отраслевым рискам и экономическим колебаниям. Хотя долю каждого проекта в портфеле оценить трудно, фонд приводит разбивку выручки по отраслям.

Рис. 5: Структура выручки «Самрук-Казына» по сегментам, 2022, млрд тенге



Отсюда видно, что подавляющая часть доходов фонда по-прежнему идёт от добычи и продажи природных ресурсов: на нефть и газ приходится 61% всей выручки. Золото и уран дают ещё 13%. Итого доля природных ресурсов в доходах фонда составляет 74%.

Ключевые особенности фонда и рекомендации

Организационное устройство фонда отвечает его заявленным целям. Фонд показывает приемлемый уровень прозрачности и излагает ясную краткосрочную инвестиционную стратегию на ближайшие годы. Однако наш разбор обнаруживает существенную нехватку диверсификации портфеля сразу по нескольким измерениям: классам активов, географии и отраслям. Вложения фонда сильно сосредоточены в секторе природных ресурсов, что лишь усиливает зависимость экономики Казахстана от этой отрасли. Отсутствие планов уйти от нефтегазового сектора подчёркивает уязвимость к колебаниям рынка в этой отрасли. Кроме того, вложения исключительно в Казахстан подвергают фонд значительным рискам

национальной экономики и волатильности нефтяного рынка. Есть и трудности с ликвидностью: вся база активов состоит из долей в непубличных компаниях, которые непросто реализовать. Подытоживая, можно дать фонду следующие рекомендации:

- Сохраняя упор на вложения в казахстанскую экономику, диверсифицировать портфель по регионам: это смягчило бы риски национальной экономики и создало подушку для поддержки занятости и производства в периоды спада.
- С учётом уязвимости к колебаниям доходов на нефтяных рынках стоит рассмотреть вложения в потребительскую розницу, обрабатывающую промышленность, строительство и особенно в финансовый сектор. Отсутствие финансовых компаний в нынешнем портфеле как раз и указывает на возможность диверсификации.
- Освоение других классов активов — прямых инвестиций и инструментов с фиксированным доходом — улучшило бы ликвидность фонда, дав гибкость в управлении активами и новые способы размещения капитала.

Обсуждение результатов

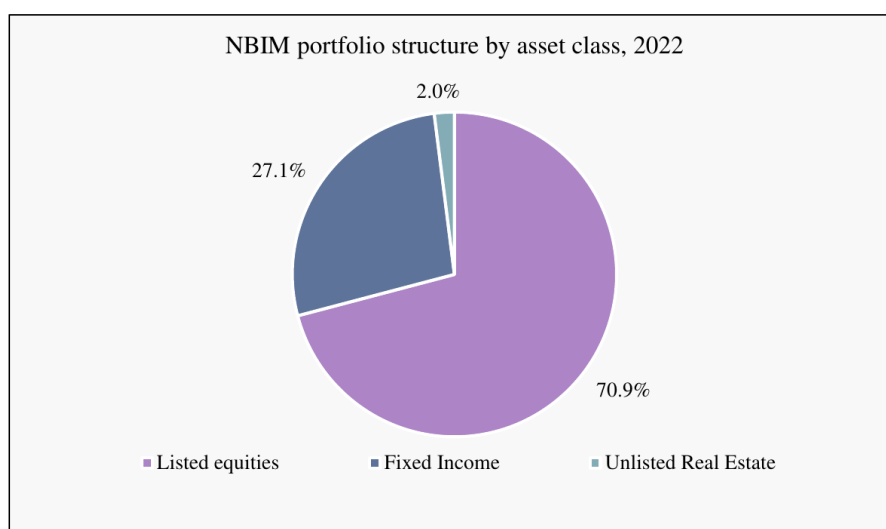
Хотя оба фонда — саудовский PIF и казахстанский «Самрук-Казына» — работают в сравнительно схожих условиях, их устройство и инвестиционные стратегии различаются значительно. Ниже перечислены основные различия по следующим параметрам: общий профиль риска, ликвидность, долговая нагрузка, прозрачность. **Риск.** PIF принимает более высокий финансовый риск, берясь за создание новых отраслей и секторов саудовской экономики, зачастую через проекты с нуля вроде Neom. Такие масштабные начинания по своей природе трудно оценить точно, и они часто выходят за пределы сметы, как показал Flyvbjerg (2007). «Самрук-Казына», напротив, придерживается более осторожной стратегии, работая с действующими предприятиями и давая капитал на расширение или модернизацию, и потому принимает куда меньший финансовый риск. Однако рыночный риск у «Самрук-Казына» заметно выше из-за сосредоточенности портфеля в одном классе активов, одной стране и почти одной отрасли экономики, что делает его уязвимым к страновым рискам и рискам нефтяного рынка. У PIF же портфель диверсифицирован по отраслям, классам активов и регионам, что часть этих рисков снимает. **Ликвидность.** У PIF она выше благодаря значительным средствам в казначейском пуле. Хотя доля денежных средств и эквивалентов к активам у «Самрук-Казына» чуть больше, преобладание неликвидных долей в непубличных компаниях в остальной части портфеля подрывает его общую ликвидность. **Долговая нагрузка.** У обоих фондов она сопоставима, у PIF чуть выше. Это отвечает более широким финансовым возможностям PIF по сравнению с «Самрук-Казына». Более высокий уровень заимствований объясняется и более широким инвестиционным мандатом PIF.

Часть 3.2. Сравнение стабилизационных сырьевых фондов: APF и SOFAZ

Прежде чем разбирать стабилизационные фонды, рассмотрим один пример сберегательного, чтобы отметить разницу в структуре портфеля. И сберегательные, и стабилизационные

фонды обычно вкладываются в собственную страну в нулевом или пренебрежимо малом объеме. Часто это прямо записано в их инвестиционной политике. Однако принципиальное различие — в горизонте вложений, а значит, и в целевом уровне ликвидности. NBIM — крупнейший суверенный фонд мира, под его управлением \$1,4 трлн. Его цель — сохранить нефтяное богатство Норвегии для будущих поколений. Ниже показана структура портфеля NBIM по классам активов.

Рис. 6: Структура портфеля NBIM по классам активов, 2022



Видно, что 70,9% активов фонда держатся в публичных акциях. Широко известно (см., например, Ibbotson и Chen (2002)), что вдолгую фондовые рынки склонны расти и невосприимчивы к временным потрясениям вроде изменений краткосрочных ставок (Campbell и Ammer, 1993) — в отличие от облигаций. Высокая доля акций в портфеле отражает поэтому более длинный горизонт и отсутствие потребности в изъятиях. Азербайджан и Аляска, при всей географической удалённости друг от друга, схожи экономической опорой на природные ресурсы, прежде всего нефть и газ. Экономика Азербайджана сильно зависит от энергетического сектора: на нефть и газ приходится 47,8% ВВП страны и свыше 92,5% экспортной выручки (страновой отчёт МВФ, 2024). Страна работает над диверсификацией, но энергетика остаётся преобладающей. Точно так же экономика Аляски во многом держится на добыче нефти, дающей 85% доходов штата через налоги и роялти (Alaska.gov). Оба региона сталкиваются с тем, что колебания нефтяных цен бьют по их экономической устойчивости и бюджетному положению.

Профиль фонда: APF

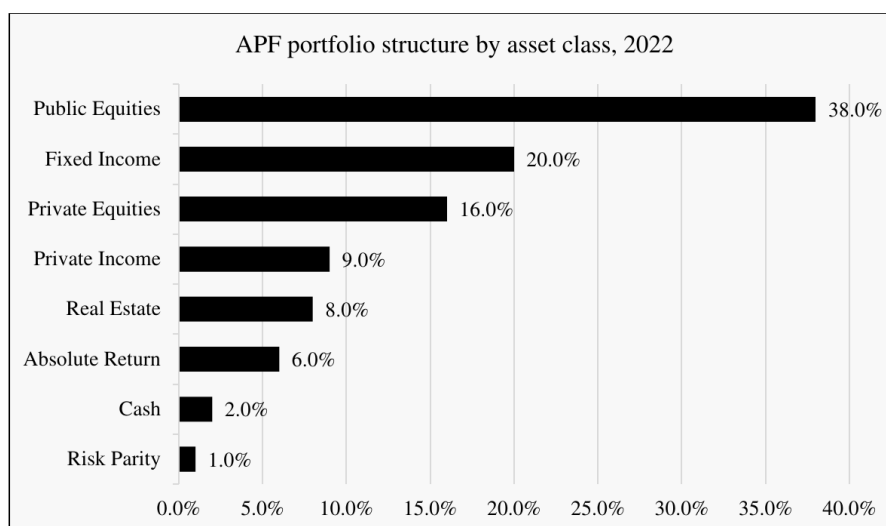
Alaska Permanent Fund Corporation (APFC) — самый заметный и известный суверенный фонд Северной Америки. Он занимается вложением и управлением избыточными средствами от нефтегазовых доходов и уникален в мире тем, что выплачивает жителям ежегодный дивиденд: в 2019 году он составил 1606 долларов на человека для всех 631 тысячи жителей Аляски. При скромном штате — 1,32 млрд долларов активов на одного сотрудника — APFC во многом полагается на внешних управляющих, как на Аляске, так и за её

пределами, которым доверена большая часть портфеля (SWF Global, 2024). В 2022 году вклад фонда в бюджет штата составил \$3,1 млрд при общем бюджете \$14,4 млрд, то есть 21,5% доходов бюджета и 3,9% всех активов фонда.

Инвестиционная стратегия

Alaska Permanent Fund Corporation (APFC) строит инвестиционные программы по классам активов и не реже раза в пять лет проводит исследование структуры портфеля. В нём пересматриваются классы активов, допущения о риске и доходности, а также корреляции доходностей с ориентирами и между классами. Задача — построить диверсифицированный портфель с долгосрочными целевыми позициями по каждому классу. Общий состав портфеля рассчитан на достижение долгосрочной цели совета директоров при соблюдении утверждённого аппетита к риску. Для каждого класса задаются долгосрочные целевые позиции, максимальные и минимальные границы и зоны (зелёная, жёлтая, красная), отражающие ожидаемую изменчивость, возможные корректирующие меры и необходимость утверждения советом планов исправления в определённые сроки.

Рис. 7: Структура портфеля APF по классам активов, 2022

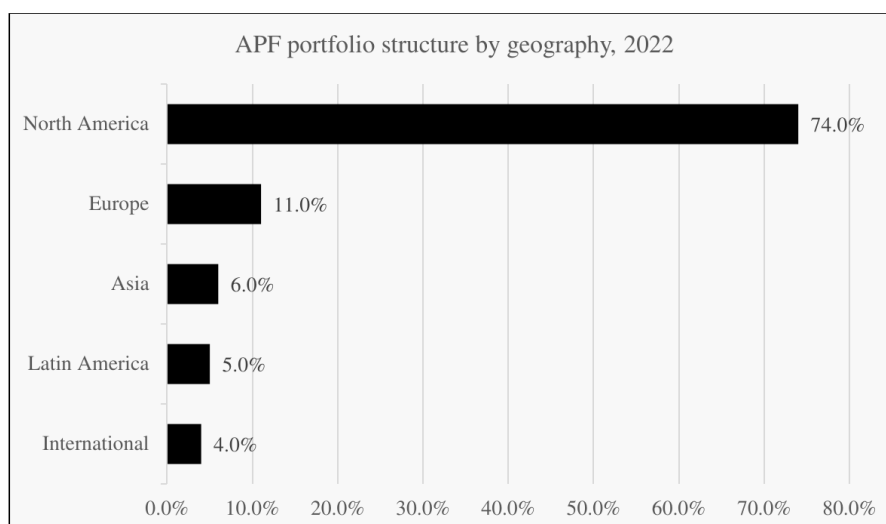


Наибольшая доля — 38% — приходится на акции, что говорит о существенной ставке на долгосрочное присутствие на фондовом рынке. Второй по величине класс — инструменты с фиксированным доходом, 20%: они дают устойчивый и предсказуемый доход. Прямые инвестиции составляют 16% портфеля и обещают высокую отдачу. Недвижимость с 8% добавляет диверсификации и защищает от инфляции. Такая структура отражает взвешенный подход с уклоном в рост за счёт значительной доли акций при управлении риском через облигации и реальные активы. **Публичные акции.** Портфель публичных акций нацелен опережать индекс MSCI ACWI IMI при сопоставимом уровне риска. В его составе есть и активно, и пассивно управляемые стратегии, повышающие доходность относительно ориентира. Портфелем ведают внешние активные и пассивные управляющие, а также внутреннее. Внешние сосредоточены на отдельных сегментах рынка и работают по соглашениям, где расписаны стратегии и цели. Внутреннее управление может быть одобрено директо-

ром по инвестициям при соблюдении инвестиционных правил. Директор по публичным акциям ведёт инвестиционную стратегию и следит, чтобы голосование по доверенностям служило максимизации доходности фонда с поправкой на риск. Он же отвечает за управление риском и соблюдение инвестиционной политики по этому портфелю. Ограничения по классу активов включают отдельно прописанные лимиты риска, запрет коротких продаж без разрешения директора по инвестициям и директора по рискам, соблюдение правил использования производных инструментов и критериев отбора внешних управляющих.

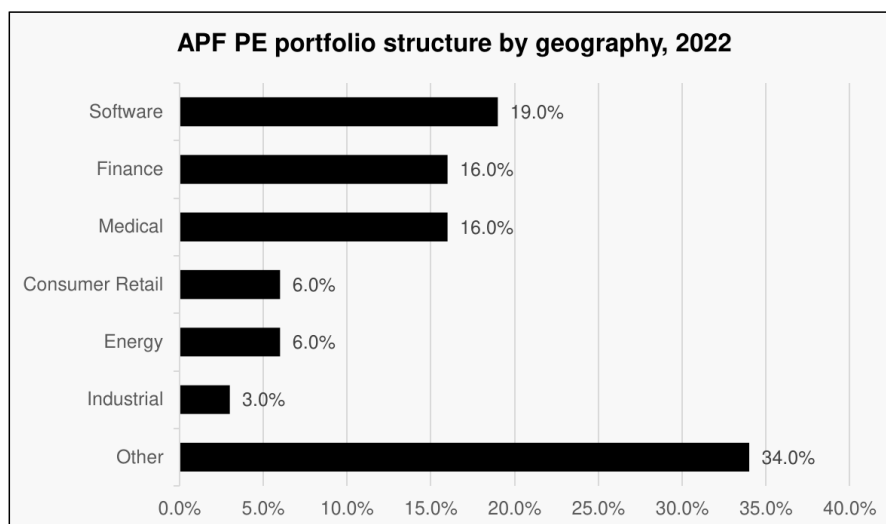
Портфель недвижимости нацелен на доходность с поправкой на риск — за счёт текущего дохода и прироста капитала — и одновременно диверсифицирует фонд. Вложения направляются в базовую недвижимость по всему миру, объекты, доводимые до базового качества, фонды недвижимости, публично торгуемые и частные фонды, а также совместные вложения. За исполнение стратегии отвечает директор по недвижимости. Диверсификация учитывает вид вложения, тип объекта, географию, управляющего и долговую нагрузку. Ограничения портфеля касаются доли небазовой недвижимости, весов по типам объектов, сосредоточенности у отдельных управляющих и уровня заимствований. Например, заимствования по базовой недвижимости ограничены 65% валовой стоимости активов, по небазовой — тоже 65%. **Частный доход.** Портфель частного кредита и доходных возможностей нацелен на привлекательную доходность с поправкой на риск с упором на текущий доход и возможный прирост капитала при сохранении основной суммы. Сюда входят более доходные неликвидные возможности с разными профилями риска и доходности: прямое кредитование, проблемный долг и другие кредитные стратегии. В портфель входят и доходные вложения вроде лесных угодий и структурированного кредита. **Абсолютная доходность.** Задача этого портфеля — устойчивая доходность, не связанная с традиционными классами активов. Цель — доходность, близкая к доходности всего фонда, при корреляции менее пятидесяти процентов. Портфель вкладывается в фонды с ограниченной ответственностью, публичные и частные бумаги и финансовые инструменты, возможно с использованием заёмных средств. Стратегии включают относительную стоимость, событийные, направленные/тактические/оппортунистические и сырьевые.

Рис. 8: Структура портфеля APF по географии, 2022



При этом ошеломляющие 74% портфеля фонда вложены в Северной Америке, что отчётливо указывает и на значительные страновые риски, и на возможность дальнейшей диверсификации. Что до отраслевой разбивки, фонд раскрывает структуру только по портфелю прямых инвестиций. Будем поэтому считать её показательной для отраслевой подверженности фонда в целом.

Рис. 9: Структура портфеля прямых инвестиций APF по географии, 2022



И здесь, как предсказывает теория, фонд вкладывается в отрасли с низкой или отрицательной корреляцией с нефтяным рынком. Наибольшие веса в портфеле получают программное обеспечение, финансы и медицина. Энергетике же достаётся лишь 6% — сопоставимо с распределением портфеля SOFAZ.

Ключевые особенности фонда и рекомендации

APF придерживается последовательного подхода к инвестиционной стратегии: портфель диверсифицирован по классам активов и отраслям, но сосредоточен географически. В целом он выстроен по стратегическим пулам с заданными лимитами риска и экономическим обоснованием каждого. По итогам разбора можно дать следующие рекомендации:

- Пересмотреть выбор ориентира. Фонду стоило бы проверить, годится ли MSCI ACWI IMI как ориентир для портфеля акций. Как отмечено в обзоре литературы, оптимальные стратегии для нефтяных фондов обычно предполагают отклонение от рыночного портфеля и учёт корреляций с ценами нефти при выборе весов. Сейчас индекс смещён в сторону финансовых и технологических компаний, но фонду следует следить за этим составом, чтобы удерживать нейтральную к нефти позицию.
- Оценить географическую диверсификацию. Фонду стоит заново оценить, оптимальна ли его географическая структура, особенно с учётом чрезмерной сосредоточенности портфеля в Северной Америке.
- Что до прозрачности отчётности, фонд мог бы раскрывать дюрацию портфеля ин-

струментов с фиксированным доходом, — хотя окончательное решение должно учитывать интересы штата.

Профиль фонда: SOFAZ

Государственный нефтяной фонд Азербайджанской Республики (SOFAZ) со штаб-квартирой в Баку работает как самостоятельный фонд, отдельный и от правительства, и от центрального банка. Учреждённый сначала как выделенный счёт в национальном банке, SOFAZ затем стал независимым юридическим лицом. Его создание совпало с началом нефтяной стратегии страны и было нацелено на эффективное использование национальных нефтяных ресурсов и ответственное распоряжение нефтяными доходами в интересах населения. Годовые расходы фонда распределяются по основным направлениям, утверждаемым указом президента, и в соответствии с уставом SOFAZ. Средства идут на решение важнейших общенациональных задач, а также на строительство и реконструкцию ключевых инфраструктурных объектов ради социально-экономического развития страны. Проекты, финансируемые через бюджетные расходы и трансферты в государственный бюджет, нацелены на макроэкономическую и финансовую устойчивость, снижение зависимости от сырьевых доходов и устойчивый рост ненефтяного сектора. На конец 2022 года резервы SOFAZ достигли \$49 млрд. Это 85% стратегических валютных резервов страны и 62% ВВП. С 2001 по 2022 год фонд играл заметную роль в развитии ненефтяного сектора Азербайджана: за этот период он передал в государственный бюджет \$118,2 млрд и направил \$11,8 млрд на финансирование проектов. С 2010 года, за отдельными исключениями, трансферты SOFAZ в бюджет составляли примерно 40–50% его доходов.

Инвестиционная стратегия

Фонд применяет несколько инвестиционных стратегий по разным классам активов, чтобы получить диверсифицированную подверженность. Перечень стратегий приведён ниже.

Таблица 15: Инвестиционные стратегии SOFAZ

Тип	Класс активов	Применяемая стратегия
Традиционный	Публичные акции	Вложения в мировые акции
Традиционный	Фиксированный доход	Вложения через облигации и инструменты денежного рынка
Альтернативный	Прямые инвестиции	Вложения через фонды прямых инвестиций и совместные вложения
Альтернативный	Недвижимость	Вложения через фонды недвижимости и совместные вложения
Альтернативный	Золото	Вложения через покупку физического металла

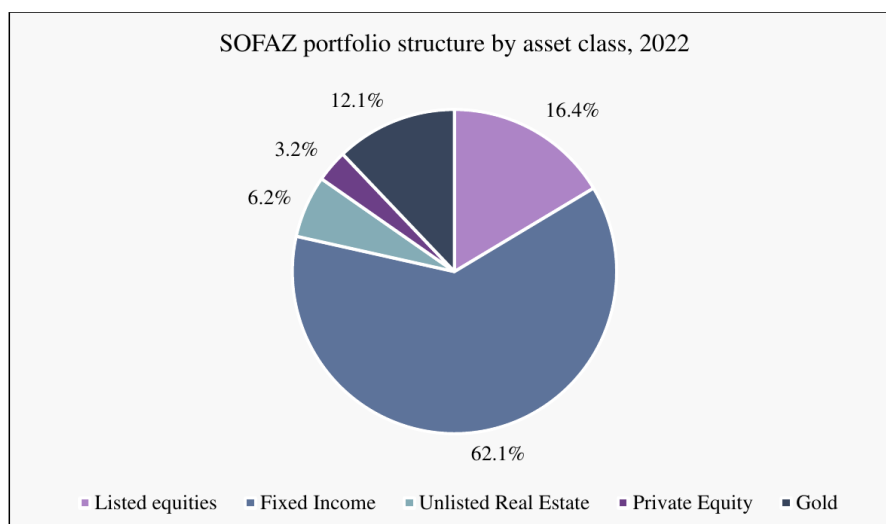
Фонд сообщает о своих инвестиционных критериях и порядке принятия решений:

- Процентный риск. Дюрация подпортфеля долговых обязательств и инструментов денежного рынка должна укладываться в плюс-минус шесть месяцев вокруг средней дюрации соответствующего ориентира.

- Кредитный риск. Максимальный средний вес одной бумаги или одного эмитента в инвестиционном портфеле не должен превышать 15% его общей стоимости. Активы, возникшие из вложений в проекты согласно президентским актам, освобождаются от ограничения на долю долговых обязательств и депозитов ниже инвестиционного уровня.
- Требования к ликвидности. Активы SOFAZ должны сохранять достаточную ликвидность для своевременного исполнения плановых денежных трансфертов, при минимальном уровне в \$100 млн в денежных средствах или эквивалентах. Если ликвидность опускается ниже минимума, её следует восстановить в течение семи рабочих дней.
- Инвестиционная политика в отношении золота. Фонд покупает золото в слитках в инвестиционных целях, чтобы диверсифицировать портфель с возможностью продать металл в будущем. Слитки первоначально признаются и затем оцениваются по справедливой стоимости, а прибыли и убытки относятся на финансовый результат.

Как видно, SOFAZ придерживается прочной и дисциплинированной инвестиционной системы со строгими критериями и принципами принятия решений. В целом портфель фонда диверсифицирован по классам активов. Основу составляют инструменты с фиксированным доходом — 62,1%, что отражает осторожный подход с упором на устойчивость и предсказуемую доходность. На биржевые акции приходится 16,4%: они дают возможность долгосрочного роста и диверсификации. Наконец, золото с долей 12,1% служит защитой от инфляции и обесценения валюты, а также способом сохранить капитал вдолгую.

Рис. 10: Структура портфеля SOFAZ по классам активов, 2022



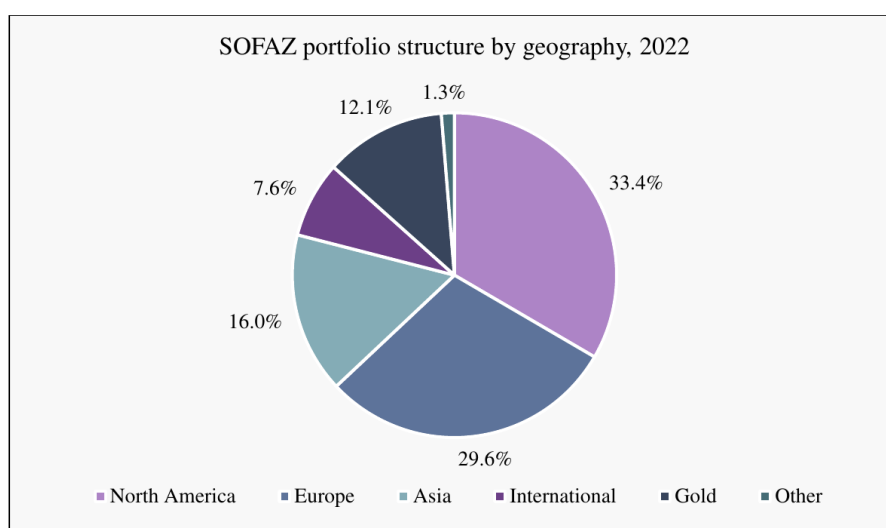
Fixed income

Стратегия SOFAZ по инструментам с фиксированным доходом опирается на диверсифицированный портфель, состоящий преимущественно из облигаций правительств, государственных агентств, международных организаций и корпораций в разных валютах: USD,

EUR, GBP, CNY, TRY, AUD. Для оценки результатов фонд сверяет вложения с эталонными индексами по каждому валютному портфелю. Стратегия стремится воспроизвести состав ориентира, допуская корректировки по рыночной конъюнктуре и экономическим прогнозам ради максимальной доходности при приемлемом уровне риска. Например, управляемые внутри фонда долларовые облигации принесли $-5,3\%$, опередив ориентир на $2,3\%$ благодаря меньшей дюреции портфеля. **Акции.** SOFAZ поддерживает диверсифицированный портфель акций с упором на индекс MSCI World, который даёт широкую диверсификацию по мировым рынкам и отраслям. В 2022 году портфель, следующий за MSCI World, показал доходность $-15,5\%$ в местной валюте ($-17,6\%$ в долларах). **Прямые инвестиции.** Здесь SOFAZ отдаёт предпочтение выкупным сделкам с ведущими компаниями, известными стабильными результатами. При принятии решений фонд придаёт значение ESG-факторам, выстраивая ответственный портфель. В 2022 году фонд взял обязательства перед одиннадцатью фондами и двумя совместными вложениями, диверсифицируя их по отраслям и регионам. Стратегия нацелена на привлекательные отрасли вроде технологий и здравоохранения, устойчивые к экономическим циклам и работающие по всему миру. Портфель распределён между 23 управляющими, преимущественно в развитых экономиках с качественной базой активов. **Недвижимость.** Портфель недвижимости играет важную роль как средство диверсификации и защиты от инфляции. Он способен давать устойчивый долгосрочный денежный поток и оценивается в \$3,1 млрд, что составляет $6,2\%$ всех активов SOFAZ; в ближайшие годы ожидается выход на целевые 10% . Чтобы приспосабливаться к рыночным сдвигам, наряду с традиционными классами — офисами, торговой и жилой недвижимостью, гостиницами и логистикой — нынешний портфель включает и тактические, продиктованные рынком альтернативные классы: объекты медико-биологических наук, центры обработки данных, жильё для пожилых и студенческое жильё.

Что до географического размещения, портфель фонда хорошо диверсифицирован по регионам: на Северную Америку приходится лишь $33,4\%$.

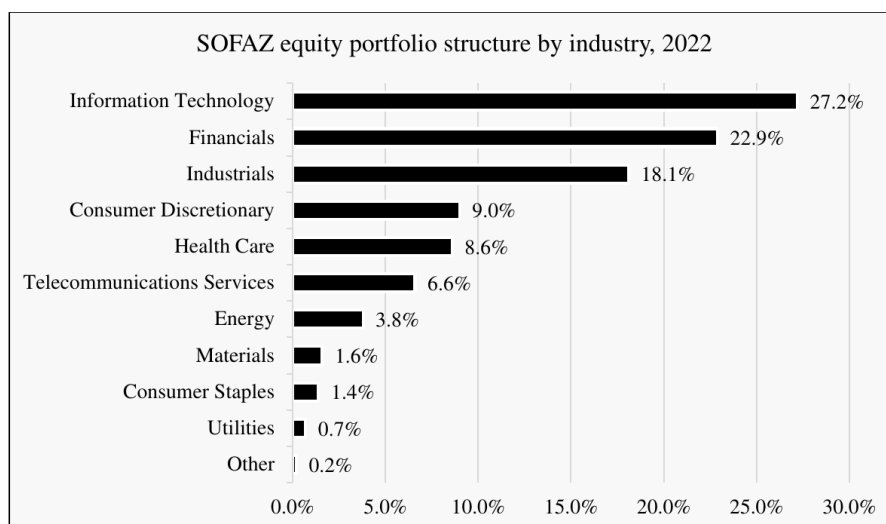
Рис. 11: Структура портфеля SOFAZ по географии, 2022



Отраслевая разбивка портфеля SOFAZ даёт любопытную картину и подтверждает пред-

сказания теории. Две отрасли с наибольшей долей — информационные технологии и финансовые услуги, и обе слабо связаны с нефтяным рынком. У промышленности корреляция с нефтяными ценами и вовсе отрицательная, и она занимает третье место в портфеле. На энергетику, как и предсказано, приходится всего 3,8%.

Рис. 12: Отраслевая структура портфеля акций SOFAZ, 2022



Key features of the fund and recommendations

Ключевые особенности фонда и рекомендации

Фонд хорошо диверсифицирован по классам активов, отраслям и регионам. Риск нефтяных цен частично захеджирован вложениями в информационные технологии, финансовый сектор и промышленность. Кроме того, доли недвижимости и золота служат действенной защитой от инфляции и рисков рецессии. Вкладывать в собственную страну фонду запрещено, что снимает риски внутреннего экономического спада. Из рекомендаций фонду можно назвать следующие:

- Стоит заново обдумать доводы в пользу хранения физического золота на балансе. Фонд мог бы рассмотреть биржевые фонды как более ликвидный и менее затратный способ получить подверженность золоту.
- Рекомендуется пересмотреть оптимальную долю биржевых акций в портфеле.

Если сравнить сравнительно небольшую долю публичных акций с тем, что держат схожие суверенные фонды вроде APFC, то увеличение этой доли могло бы принести более высокую долгосрочную доходность. Однако руководству стоит быть осторожным: фонд не может позволить себе значительных колебаний дохода, поскольку остаётся основным источником доходов государственного бюджета.

Обсуждение результатов

Оба фонда финансируются доходами от продажи нефти и газа и разделяют общую цель — сохранить богатство в среднесрочной перспективе, отчисляя при необходимости средства

в бюджеты своих стран. Эти отчисления заметно поддерживают бюджетную устойчивость и потому влияют на структуру портфелей. Хотя вклады фондов в бюджеты сопоставимы (21,5% у APFC и 26,1% у SOFAZ), отношение этих вкладов к активам под управлением различается сильно: 3,9% у APFC против 9,4% у SOFAZ. Отсюда и потребность SOFAZ держать больше ликвидности. Эти отношения, по сути, перекликаются с долей портфеля, отведённой инструментам с фиксированным доходом: 20% у APFC и 62% у SOFAZ. SOFAZ лучше диверсифицирован по регионам, чем APFC, у которого портфель сильнее сосредоточен в Северной Америке. По классам активов APFC заметнее представлен в публичных акциях, что говорит о более агрессивном подходе. SOFAZ, напротив, придерживается более осторожной стратегии с большей долей инструментов с фиксированным доходом. Оба фонда заметно присутствуют в технологическом и финансовом секторах при меньшей доле энергетики. Такая отраслевая структура отвечает предсказанию теории о диверсификации, снимающей отрицательные последствия колебаний нефтяных цен. В управлении риском и ликвидностью и SOFAZ, и APFC действуют осмотрительно, устанавливая пределы для каждого инвестиционного пула и вида риска. Любопытно, что финансовый сектор Азербайджана сравнительно неразвит: отношение банковских активов к ВВП составляет лишь 44%. И всё же собственного стратегического фонда у страны нет.

Часть 4. Заключение

Цель исследования состояла в подробном сравнении того, как разные типы суверенных фондов подходят к структуре своих портфелей. Работа стремилась развенчать заблуждение, будто СФ — нечто однородное, показав разнообразие их целей, а значит, и инвестиционных подходов. Кроме того, мы сравнили фонды одного типа между собой, разобрав различия в структуре портфелей и причины этих различий. Наконец, работа оценила, насколько существующие теоретические построения об инвестиционных стратегиях СФ согласуются с наблюдаемой практикой. Один из ключевых теоретических выводов: сырьевому фонду оптимально отклоняться от рыночного портфеля и хеджировать именно риск сырьевых цен, вкладываясь в отрасли и страны с низкой или отрицательной корреляцией с соответствующим сырьём. Такое поведение наблюдается и у SOFAZ, и у APFC. Другой важный вывод: на структуру и стратегии фондов сильно влияют политический и экономический ландшафт их стран. Особенно важны два соображения: зрелость частного финансового сектора и роль фонда в стабилизации государственного бюджета. Неспособность частного финансового сектора эффективно финансировать внутренние проекты порождает потребность в государственном инвесторе, развивающем национальную экономику. Это верно для Саудовской Аравии и Казахстана, но не подтверждается случаем Азербайджана, где при сравнительной незрелости финансового сектора стратегического фонда нет. Второе утверждение, однако, подтвердилось для стабилизационных фондов Аляски и Азербайджана.

Таблица 16: Результаты проверки гипотез

Гипотеза	Результат
H1: с учётом типа фонда домашнее смещение наблюдаться не будет	Принята. Действительно, почти 100% внутренних вложений приходится на стратегические фонды и почти ничего — на сберегательные и стабилизационные. О домашнем смещении можно было бы говорить, если бы сберегательные или стабилизационные фонды вкладывались в собственные страны, что противоречило бы их задачам сохранения богатства и сглаживания бюджетных колебаний; для стратегических же фондов вложения дома и есть прямая цель.
H2: стратегические фонды вкладываются в прямые инвестиции активнее	Принята. Для стратегических фондов прямые инвестиции — способ способствовать национальному развитию, тогда как для сберегательных и стабилизационных это средство диверсификации и улучшения профиля риска и доходности. Стратегические фонды вкладывают в прямые инвестиции почти вчетверо больше, чем сберегательные и стабилизационные.
H3: у стратегических фондов долговая нагрузка выше, чем у сберегательных и стабилизационных	Принята. Стратегические фонды по определению принимают более высокие риски. Они вкладываются в долгосрочные проекты, которые часто приносят не только финансовую отдачу. Поэтому такие фонды берут больше долга на финансирование проектов развития. У стабилизационных и сберегательных причин занимать меньше: разве что профинансировать бюджетные отчисления, не трогая портфель, или избежать продажи активов с дисконтом.
H4: у стабилизационных фондов самый высокий уровень ликвидности	Не отвергнута. Хотя у SOFAZ уровень риска действительно самый низкий среди рассмотренных фондов, APFC, тоже будучи стабилизационным, держит немалую долю портфеля в неликвидных прямых инвестициях и инструментах частного дохода. Объяснение может быть в том, что фактическая ликвидность стабилизационного фонда и доля портфеля в долевых и долговых инструментах зависят от отношения бюджетных отчислений к активам фонда, — что и показали случаи SOFAZ и APFC.
H5: сберегательные фонды вкладываются в публичные акции активнее стабилизационных	Принята. При сравнении NBIM с SOFAZ и APFC у NBIM доля публичных акций заметно выше. Это объясняется куда более длинным горизонтом вложений сберегательных фондов и отсутствием требований по бюджетным отчислениям. Поэтому сберегательные фонды могут позволить себе периоды просадки в портфелях акций.

В заключение исследование показывает, что суверенные фонды подходят к структуре портфеля по-разному — сообразно своим типам, целям и институциональным условиям. Ключевые выводы касаются оптимального отклонения от рыночного портфеля для сырьевых фондов и влияния политического и экономического ландшафта на устройство фондов. Широко упоминаемое домашнее смещение оказалось несуществующим и прекрасно объясняется типами фондов.

Дальнейшие исследования

Как отмечено в обзоре литературы, исследования суверенных фондов довольно ограничены. Здесь остаётся существенный пробел, который стоит закрыть. Есть несколько важных направлений, способных заметно помочь практикам.

- Оптимальные инвестиционные стратегии СФ с учётом меняющихся корреляций цен базового сырья и в зависимости от подверженности фонда другим классам активов, обязательств перед государством, долговой нагрузки, типа и прочего. Мы предполагаем, что оптимальная стратегия должна быть динамической, подстраивая структуру портфеля под текущие (или прогнозные) корреляции. Более того, такая динамическая стратегия должна учитывать график отчислений государству и то, насколько фонд зависит от сырьевых доходов.
- Разбор инвестиционных стратегий СФ на уровне отдельных сделок с учётом их типов.

Развивая анализ Bernstein, Lerner и Schoar (2013) и других авторов, полезно было бы, как мы показали, ввести тип фонда как объясняющую переменную и повторить эконометрический разбор на уровне отдельных сделок. Большие наборы данных позволят применить более сложные модели, чем использованная здесь.

- Конфликт интересов стратегических СФ и других государственных ведомств. При значительных финансовых ресурсах и часто непрозрачном порядке принятия решений столкновения стратегических фондов с другими органами власти неизбежны. Отсюда целый ряд агентских конфликтов. Например, фонд может направить средства в проект, который ведёт другое ведомство, чтобы помочь тому выполнить годовые показатели. Возможно и множество других случаев, когда средства фонда затыкают краткосрочные разрывы ликвидности, подрывая его собственные долгосрочные цели развития. Способы смягчения таких агентских проблем стоит изучить.
- Эффективность стратегических СФ в поддержке экономического роста и диверсификации. И здесь оценить работу стратегического фонда непросто — цели у него нередко сформулированы очень расплывчато. Даже отслеживая динамику, скажем, экономической диверсификации, неясно, как отделить вклад фонда от прочих факторов. Углублённый разбор этого вопроса был бы принципиально важен для многих стратегических фондов и их правительств.
- Эффективность вложений стратегических СФ с финансовой точки зрения. Это не то же самое, что предыдущий пункт: здесь речь не о том, насколько хорошо фонды способствуют экономическому развитию, а о том, насколько хороши они как инвесторы. Особенно полезен был бы подробный разбор проектов вроде Neom с указанием конкретных изъянов в процедуре оценки — чтобы впредь таких ошибок избегать. Многие фонды и подобные учреждения по всему миру склонны чрезмерно полагаться на мегапроекты, и такой разбор мог бы им пригодиться.
- Оптимальная долговая нагрузка СФ в зависимости от их типа. В этой работе тема заимствований затронута лишь бегло. Факторы, определяющие долговую нагрузку суверенного фонда и обычной компании, весьма различны, и классическая теория структуры капитала здесь может потребовать существенной правки. Более того, и между разными типами фондов эти факторы, вероятно, различаются. Разработка модели оптимальной долговой нагрузки могла бы иметь большое значение. Пока в этом направлении не проведено вообще никаких исследований.

Учитывая растущее значение и роль суверенных фондов в современной экономике и всё ещё неоднородные регуляторные и управленческие рамки, разбор этих и других вопросов был бы весьма полезен и правительствам, и управляющим фондами, и обществу в целом. В конечном счёте суверенные фонды распоряжаются деньгами налогоплательщиков в интересах самих налогоплательщиков — будь то в виде экономического развития или в виде сохранения богатства.

Список литературы

- Amar, J., Carpentier, J.-F., & Lecourt, C. (2017). Cross-border majority investments of GCC sovereign wealth funds: A threat for the economy?
- Beck, R., & Weber, S. (2011). Should larger reserve holdings be more diversified? *International Finance*.
- Bernstein, S., Lerner, J., & Schoar, A. (2013). The investment strategies of sovereign wealth funds. *Journal of Economic Perspectives*, 27(2).
- Bertoni, F., & Lugo, S. (2013). Testing the strategic asset allocation of stabilization sovereign wealth funds. *International Finance*, 16(1).
- Bodie, Z., & Brière, M. (2014). Optimal asset allocation for sovereign wealth funds: Theory and practice. *Bankers, Markets & Investors*, (128).
- Braunstein, J. (2018). Domestic sources of twenty-first-century geopolitics: Domestic politics and sovereign wealth funds in GCC economies. *New Political Economy*, 23(3).
- Campbell, J. Y., & Ammer, J. (1993). What moves the stock and bond markets? A variance decomposition for long-term asset returns. *The Journal of Finance*, 48(1).
- Das, U. S., Mazarei, A., & van der Hoorn, H. (2010). *Economics of Sovereign Wealth Funds*. International Monetary Fund.
- Dyck, I. J. A., & Morse, A. (2011). Sovereign wealth fund portfolios. Chicago Booth Research Paper No. 11-15, MFI Working Paper No. 2011-003, Rotman School of Management Working Paper No. 1792850.
- Fattah, Z., & Martin, M. (2024, April 5). Saudis scale back ambition for \$1.5 trillion desert project Neom. *Bloomberg*.
- Fidora, M., & Beck, R. (2008). The impact of sovereign wealth funds on global financial markets. *Intereconomics: Review of European Economic Policy*, 43(6).
- Flyvbjerg, B., Bruzelius, N., & Rothengatter, W. (2007). *Megaprojects and Risk*. Cambridge University Press.
- Fotak, V., Bortolotti, B., & Megginson, W. (2008). The financial impact of sovereign wealth fund investments in listed companies.
- Gintschel, A., & Scherer, B. (2008). Optimal asset allocation for sovereign wealth funds. *Journal of Asset Management*, 9(3).
- Halland, H., Gelb, A., Tordo, S., Arfaa, N., & Smith, G. (2014). Sovereign wealth funds and

- long-term development finance: Risks and opportunities. World Bank Working Paper.
- Ibbotson, R. G., & Chen, P. (2002). Stock market returns in the long run: Participating in the real economy.
- Irrarrazabal, A. A., Ma, L., & Parra-Alvarez, J. (2023). Optimal asset allocation for commodity sovereign wealth funds. *Quantitative Finance*, 23(3).
- Kotter, J., & Lel, U. (2011). Friends or foes? Target selection decisions of sovereign wealth funds and their consequences. *Journal of Financial Economics*, 101(2).
- Laeven, L., & Chhaochharia, V. (2008). Sovereign wealth funds: Their investment strategies and performance. CEPR Discussion Papers No. 6959.
- Meggison, W., You, M., & Han, L. (2013). Determinants of sovereign wealth fund cross-border investments. *Financial Review*, 48(4).
- Milano, G. V., Whately, R., Tomlinson, B., & Yiğit, A. (2021). A deeper look at the return on purpose: Before and during a crisis. *Journal of Applied Corporate Finance*, 33(2).
- Naser, H. (2016). The role of the Gulf Cooperation Council's sovereign wealth funds in the new era of oil. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(4).
- Nugent, J. B., & Bazoobandi, S. (2017). Political economy of sovereign wealth funds in the oil exporting countries of the Arab region and especially the Gulf. Working Papers 1143, Economic Research Forum.
- Magid, P., Saba, Y., & Tanios, C. (2024, March 7). Saudi Arabia doubles sovereign fund's stake in Aramco. Reuters.
- Scherer, B. (2009). A note on portfolio choice for sovereign wealth funds. *Financial Markets and Portfolio Management*, 23(1).
- SWF Global (2024). Annual Report 2024, State-Owned Investors Powering Through Crises

Приложение