

# Сбережения граждан как инструмент системного развития экономики

О.С. Тенетник,

Москва, Россия

<http://orcid.org/0000-0003-1984-6391>

## АННОТАЦИЯ

В статье исследуются инвестиционные инструменты, доступные для использования широкому кругу граждан. Целью данной работы является поиск инвестиционных инструментов, способных выполнить функцию системного развития экономики. Делается предположение, что такие инструменты должны обладать следующими характеристиками:

- быть доступными для инвестирования среднестатистическому гражданину;
- обеспечивать положительную доходность после корректировок на инфляцию и вычет издержек;
- денежные средства, привлеченные с помощью такого инструмента, направляются на развитие экономики.

Последняя характеристика особенно актуальна, поскольку в условиях замедления темпов роста ВВП доля России в мировой экономике сокращается.

В представленной работе используются следующие методы исследования: изучение, измерение, сравнение и обобщение. Так, в результате изучения инвестиционных инструментов выявляются преимущества и недостатки каждого инвестиционного инструмента, за ретроспективный период оценивается доходность, которую получают инвесторы после корректировок на уровень инфляции и издержки. Характеристики отдельных инвестиционных инструментов сравниваются, оценивается их потенциал в качестве инструментов, способных выполнить функцию системного развития экономики.

В качестве инвестиционных инструментов, доступных для использования среднестатистическому гражданину, исследуются: валюта, драгоценные металлы, недвижимость, банковские вклады, вклады в микрофинансовые компании, ценные бумаги (облигации федерального займа, корпоративные облигации, акции), паевые инвестиционные фонды, индивидуальные инвестиционные счета, открытые у профессионального доверительного управляющего, инвестиционное страхование жизни.

В результате формулируются выводы о потенциале каждого инструмента в качестве инструмента системного развития экономики, а также рекомендации по использованию инвестиционных инструментов в зависимости от предпочтений инвесторов.

**Ключевые слова:** инвестиции; банковский вклад; ценные бумаги; валюта; недвижимость; микрофинансовые компании; инвестиционное страхование жизни; паевые инвестиционные фонды; индивидуальный инвестиционный счет

**Для цитирования:** Тенетник О.С. Сбережения граждан как инструмент системного развития экономики. *Финансы: теория и практика.* 2018;22(3):22-35. DOI: 10.26794/2587-5671-2018-22-3-22-35



DOI: 10.26794/2587-5671-2018-22-3-22-35  
UDC 336.1(045)  
JEL O16, H31, G11

# Citizen's Savings as a Tool for the Systemic Development of the Economy

O.S. Tenetnik,

Moscow, Russia

<http://orcid.org/0000-0003-1984-6391>

## ABSTRACT

The article examines investment tools available for use by a wide range of citizens. The purpose of this paper is finding investment instruments that can perform the function of the systemic economic development. It is suggested that such tools should have the following characteristics:

Are available for investment to the average citizen

Ensuring a positive return after adjustments for inflation and deducting costs

The funds raised with the help of such an instrument are directed to the development of the economy.

The latter feature is particularly relevant since Russia's share in the global economy is declining as the result of slowing GDP growth.

In our work, we used the following research methods: study, measurement, comparison and generalization. Thus, as a result of the study of investment instruments, we identified the advantages and disadvantages of each investment instrument. For the retrospective period, we estimated the returns, which should receive investors after adjustments to the level of inflation and costs. Further, we compared the characteristics of individual investment instruments and estimated their potential as instruments capable performing the function of systemic development of the economy. As investment tools available for use by the average citizen, there was investigated: currency, precious metals, real estate, bank deposits, deposits in micro-finance companies, securities (Federal loan bonds, corporate bonds, stocks), mutual funds, individual investment accounts opened with the professional trustee, investment life insurance. As a result, we draw conclusions concerning the potential of each instrument as a tool for the systemic development of the economy, as well as giving recommendations on the use of investment instruments, depending on the preferences of investors.

**Keywords:** investment; bank deposit; securities; currency; real estate; microfinance companies; investment life insurance; mutual funds; individual investment account

**For citation:** Tenetnik O.S. Citizen's savings as a tool for the systemic development of the economy. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2018;22(3):22-35. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2018-22-3-22-35

## ВВЕДЕНИЕ

Экономика России в настоящее время переживает не лучшие времена. Темпы роста отечественного ВВП уступают среднемировым и перспективы не обнадеживают. В соответствии с оценками Всемирного банка ВВП России в 2018 г. вырастет лишь на 1,7%<sup>1</sup> при росте

мировой экономики на 3,1%. Прогноз по экономикам наших партнеров по БРИКС — Индии и Китая — еще более внушитель и составляет 6,4 и 7,3% соответственно<sup>2</sup>. Таким образом, доля России в общемировом ВВП снижается. С целью сохранения экономического и политического влияния нашей страны на мировой арене необходимо предпринять меры по нейтрализации негативных факторов, препятствующих динамичному развитию экономики.

<sup>1</sup> Всемирный банк. URL: <http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2018/01/09/global-economy-to-edge-up-to-3-1-percent-in-2018-but-future-potential-growth-a-concern> (дата обращения: 15.05.2018).

<sup>2</sup> Там же.

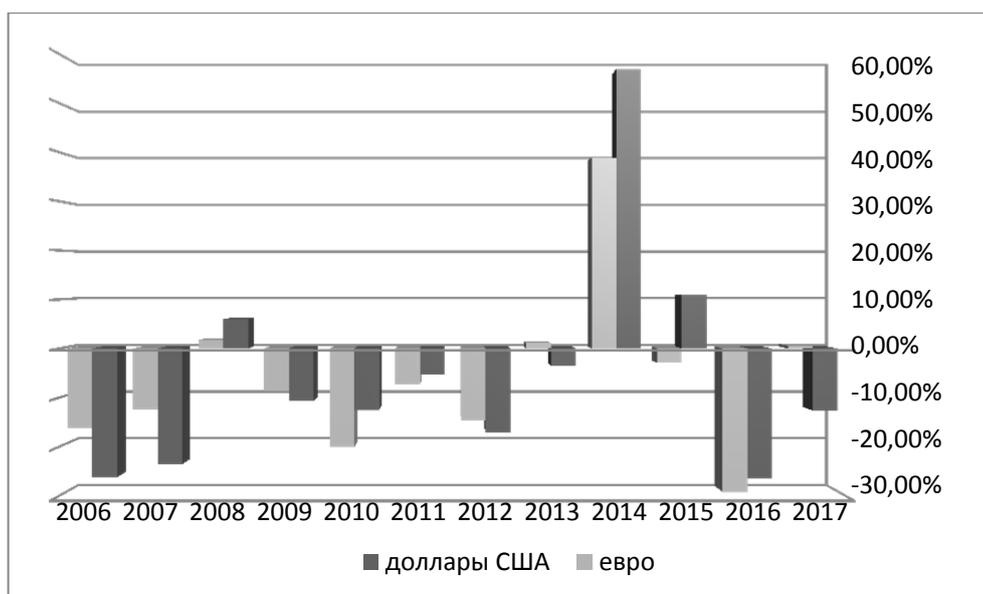


Рис. 1 / Fig. 1. Доходность при конвертации накоплений в валюту / The yields for conversion of savings into foreign currency

Источник / Source: рассчитано по данным официальной статистики. Сайт Банка России. Базы данных. Динамика курсов доллара США и евро к рублю и показатели биржевых торгов / Calculated from official statistics. Bank of Russia website. Database. The dynamics of the U.S. dollar and the Euro against the ruble and indicators of exchange trading.

Одним из таких факторов является недостаток инвестиций, оцениваемый в настоящее время в 7,5 трлн руб.<sup>3</sup> В условиях санкционного давления рассчитывать на масштабные иностранные инвестиции не стоит, в связи с чем целесообразно искать возможности для мобилизации внутренних финансовых ресурсов.

Значительным инвестиционным потенциалом обладают сбережения граждан, объем которых по состоянию на декабрь 2017 г. оценивается в 29,49 трлн руб.<sup>4</sup> Большая их часть размещена в банковских вкладах — 67% (19,7 трлн руб.)<sup>5</sup> и ценных бумагах — 16% (4,8 трлн руб.)<sup>6</sup>. Однако значительная часть — 17% (5,04 трлн руб.)<sup>7</sup> хранятся в виде наличности и никак не задействованы в развитии экономики. Учитывая, что в условиях инфляции с течением времени покупательная способность денег уменьшается, наблюдается парадоксальная ситуация: в условиях недостатка инвестиций имеющиеся внутри страны ресурсы не задействованы в ее развитии,

<sup>3</sup> URL: <https://www.rbc.ru/economics/01/03/2017/58b693e69a7947df18b61803> (дата обращения: 15.05.2018).

<sup>4</sup> Росстат России. Объем и состав денежных накоплений населения. URL: [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/population/level/#](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/population/level/#) (дата обращения: 15.05.2018).

<sup>5</sup> Там же.

<sup>6</sup> Там же.

<sup>7</sup> Там же.

а обесцениваются. Это приводит к сокращению покупательной способности накоплений граждан и снижает потенциал платежеспособного спроса, который может выступить мощным драйвером экономического развития. Очевидна потребность повышения эффективности использования внутренних финансовых ресурсов.

В целях обеспечения максимальных темпов экономического роста необходимо мобилизовать драйверы со стороны спроса и предложения. Граждане должны получить доступный инструмент, приносящий доходность, превышающую темпы инфляции, что в перспективе будет способствовать росту платежеспособного спроса населения. Предприятия должны получить инвестиционные ресурсы, стоимость которых позволит увеличить масштаб производственной деятельности (расширенное воспроизводство).

Рассмотрим доступные населению инвестиционные активы и оценим их потенциал в качестве инструмента системного развития экономики. Будем считать, что актив, способный выполнять функции системного развития экономики, обладает следующими свойствами:

- доступный населению — среднестатистический гражданин располагает необходимыми ресурсами для его использования;
- обеспечивает реальную доходность, которая после вычета всех издержек превышает темпы инфляции;

Таблица 1 / Table 1

**Издержки, связанные с разницей курсов покупки и продажи драгоценных металлов /  
Costs associated with the difference in the rates of purchase and sale of precious metals**

Золото / Gold	Серебро / Silver	Платина / Platinum	Палладий / Palladium
6,04%	8,73%	8,12%	11,86%

*Источник / Source:* рассчитано по данным Банка России как среднее значение доли разницы между курсом покупки и продажи в курсе покупки на основании ежедневных котировок с 01.01.2003 по 21.01.2018 / Calculated according to the Bank of Russia database as the average value of the difference between the rate of purchase and sale in the rate of purchase on the basis of daily quotations from 01.01.2003 to 21.01.2018.

- стимулирует воспроизводственный процесс — инвестированные населением ресурсы направляются на развитие реального сектора экономики и способствуют ее росту.

### ИНВЕСТИРОВАНИЕ В ВАЛЮТУ

Конвертация накоплений в валюту широко используется гражданами в нашей стране. Так, только в 2016 г. населением было куплено валюты на общую сумму 2,2 трлн руб.<sup>8</sup>

Инвестиции в данный инструмент сопровождаются издержками, возникающими в связи с разницей курсов покупки и продажи валюты, которая по долларам США составляет 4,73%, по евро — 4,43%<sup>9</sup>. Разницу между курсами покупки и продажи валюты можно минимизировать при совершении сделок через брокерский счет. Однако использование услуг брокеров среди населения в настоящее время не имеет широкого распространения, что не позволяет пренебречь указанными издержками. Доходность, скорректированная на инфляцию и издержки, представлена на *рис. 1*.

Как видно из *рис. 1*, покупка валюты в отдельные периоды времени позволяет получить доходность, превышающую темпы инфляции, но может принести и существенные убытки. Для эффективного использования валюты в качестве инвестиционного инструмента необходимо обладать навыками прогнозирования изменения ее курсов, которые отсутствуют у среднестатистического гражданина, что создает дополнительные риски при инвестировании.

<sup>8</sup> Росстат России. Баланс денежных доходов и расходов населения. URL: [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/population/level/#](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/population/level/#) (дата обращения: 15.05.2018).

<sup>9</sup> Рассчитано по данным ПАО «Сбербанк» как среднее значение доли разницы между курсом покупки и продажи валюты в курсе покупки валюты за период с 20.08.2008 по 24.01.2018.

Учитывая, что конвертация накоплений в валюту не несет явной пользы для развития экономики — инвестированные ресурсы не используются для воспроизводства, инвестирование в валюту не способно выполнять функции системного развития экономики.

### ИНВЕСТИЦИИ В ДРАГОЦЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ОБЕЗЛИЧЕННЫХ МЕТАЛЛИЧЕСКИХ СЧЕТОВ

Еще одним активом для размещения накоплений граждан являются драгоценные металлы (золото, серебро, платина, палладий), которые можно купить с использованием обезличенных металлических счетов, открываемых в кредитных организациях. Данный вид инвестиций сопровождается двумя видами издержек: НДФЛ и издержки, связанные с разницей курсов покупки и продажи драгоценных металлов. Размер последних представлен в *табл. 1*.

Доходность вложений в золото, серебро, платину и палладий, скорректированная на издержки и инфляцию, представлена на *рис. 2*.

Представленные данные свидетельствуют о том, что при размещении средств в драгоценные металлы существует вероятность получения доходности, превышающей темпы инфляции. Вместе с тем существует и вероятность несения убытков.

Для эффективных инвестиций в драгоценные металлы необходимы знания и навыки, позволяющие прогнозировать динамику курсов драгоценных металлов. Такими навыками не обладает среднестатистический гражданин. Более того, средства, размещенные в драгоценные металлы, не поступают в реальный сектор экономики, что свидетельствует о невыполнении данным инструментом функции системного развития экономики.

### ИНВЕСТИЦИИ В НЕДВИЖИМОСТЬ

Увеличение объемов строительства может выступить мощным драйвером развития экономики,

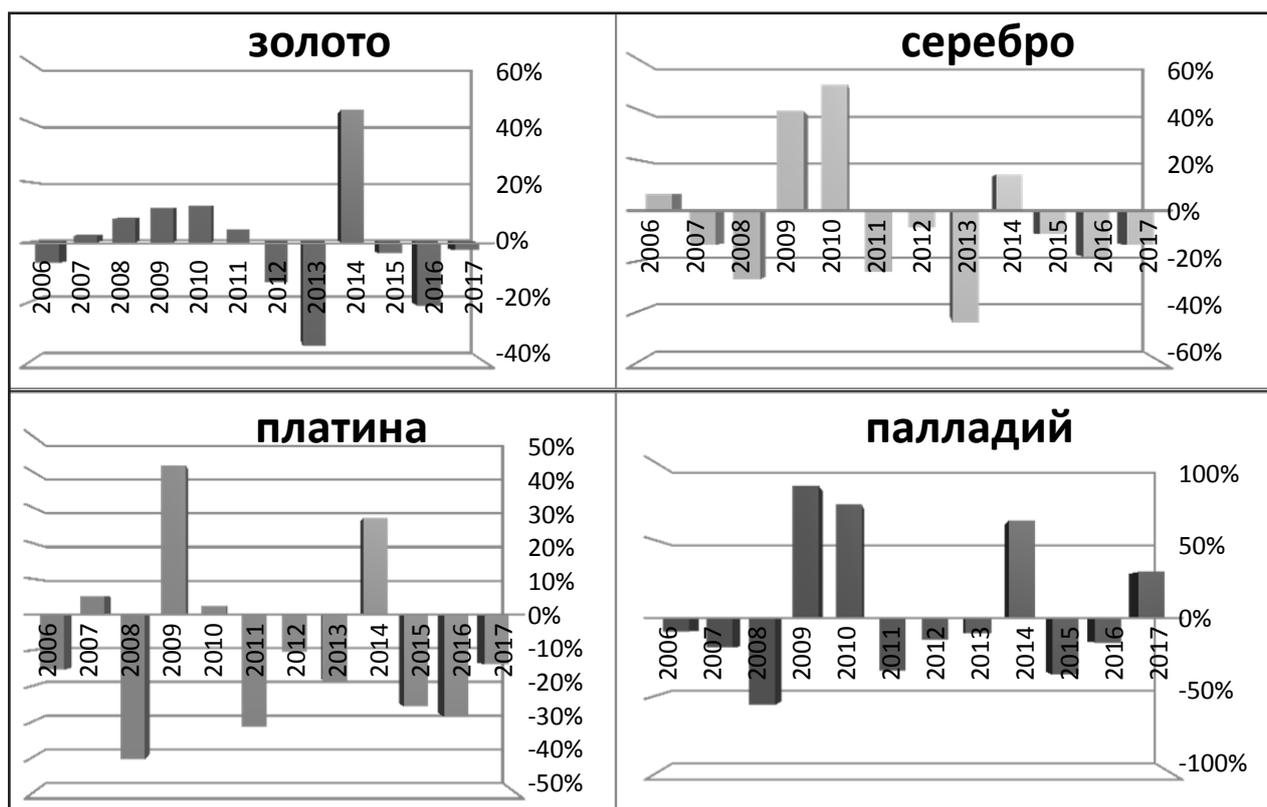


Рис. 2 / Fig. 2. Доходность при инвестировании в золото, серебро, платину и палладий / Returns on investment in gold, silver, platinum and palladium

Источник / Source: рассчитано по данным официальной статистики. Сайт Банка России. Базы данных. Драгоценные металлы. Учетные цены на аффинированные драгоценные металлы / Calculated on the basis of official statistics. Bank of Russia website. Database. Precious metals. Accounting prices for refined precious metals.

поскольку способствует росту занятости в сфере строительства, ремонта, смежных отраслях, стимулирует рост сопутствующих производств (цемент, стекло, мебель и др.)<sup>10</sup>. К дополнительным преимуществам инвестиций в недвижимость относится возможность получения дополнительного дохода за счет сдачи недвижимости в аренду.

При осуществлении сделок покупки и продажи недвижимости необходимо учитывать и возникающие издержки:

- НДФЛ — можно не платить в случае, если инвестиционный горизонт<sup>11</sup> составляет не менее 5 лет;
- расходы на оплату услуг риелтора, государственных пошлин за оформление собственности на недвижимость — около 2–3%<sup>12</sup>.

<sup>10</sup> Только промышленность строительных материалов насчитывает более 10 тыс. мелких и средних предприятий. Данные Стратегии инновационного развития строительной отрасли Российской Федерации до 2030 года.

<sup>11</sup> Инвестиционный горизонт — срок владения активом с момента его покупки до момента продажи.

<sup>12</sup> URL: <https://gsn-moscow.ru/stoimost-rieltorskih-uslug> (дата обращения: 15.05.2018).

Доходность от владения жилой недвижимостью и ее сдачи в аренду<sup>13</sup>, скорректированная на расходы<sup>14</sup> и инфляцию, представлена на рис. 3.

Представленные данные свидетельствуют о том, что покупка недвижимости на рассмотренном промежутке времени обеспечивала как положительную, так и отрицательную реальную доходность. При этом перспективы использования недвижимости в качестве актива для сохранения и приумножения накоплений не радужны, что особенно актуально для Москвы. Масштабная программа реновации, стартующая с 2018 г. в столице, создаст дополни-

<sup>13</sup> Доходность от сдачи недвижимости в аренду составила 4,35% годовых и рассчитывалась для 1-комнатной квартиры площадью 40 кв.м. в Митино, стоимость квартиры 6 000 000 руб. Стоимость аренды 35 000 в мес., издержки по содержанию квартиры (оплата коммунальных услуг без электричества и воды) 5 000 в мес., уменьшенная на 13% НДФЛ. Итого годовой доход  $(35\,000 - 5000) \times 12 \times 0,87 / 6\,000\,000 = 4,35\%$ . Расчеты автора по данным URL: <https://www.cian.ru/> (дата обращения: 15.05.2018).

<sup>14</sup> НДФЛ не учитывался в расчете в совокупном объеме издержек в предположении о том, что срок владения недвижимостью составлял 5 или более лет.



Рис. 3 / Fig. 3. Доходность при инвестировании в недвижимость / Returns on investment in real estate

Источник / Source: рассчитано по данным официальной статистики. Сайт Росстата. Официальная статистика. Цены. Цены на рынке жилья. Индексы цен на первичном/вторичном рынке жилья. При расчете значение доходности скорректировано на издержки / Calculated on the basis of official statistics. Website of Rosstat. Official statistics. Prices. Prices in the housing market. Price indices in the primary/secondary housing market. When calculating the value of the return is adjusted for costs.

тельное предложение квадратных метров, что окажет понижающее воздействие на цену.

Учитывая изложенное, а также тот факт, что среднестатистический гражданин не обладает объемом накоплений, достаточных для покупки недвижимости, данный инструмент не способен выполнить функцию вовлечения накоплений широкого круга граждан и системного развития экономики.

### БАНКОВСКИЙ ВКЛАД

Самым распространенным инвестиционным активом среди населения является банковский вклад. Так, по состоянию на декабрь 2017 г. остатки накоплений граждан во вкладах оценивались в размере 19,7 трлн руб.<sup>15</sup> Популярность банковских вкладов объясняется их следующими характеристиками.

1. Отсутствие для рублевых вкладов издержек инвестирования — вкладчик не платит комиссии. Полученный доход не облагается по ставке НДФЛ (за исключением случаев, когда процентная ставка по рублевым вкладам превышает ставку рефинансирования Банка России на 5%,

по валютным вкладам — превышает ставку 9% годовых)<sup>16</sup>.

При использовании валютных вкладов граждане столкнутся с издержками, связанными с разницей курсов покупки и продажи валюты, описанными выше.

2. Стремящиеся к нулю риски — возврат вложенных средств и накопленных процентов в сумме до 1,4 млн руб. гарантирован государством, что в условиях размеров вложений граждан (средний размер банковского вклада в расчете на одного гражданина России составляет около 136 тыс. руб.)<sup>17</sup> обеспечивает уверенность граждан в получении вложенных средств по окончании срока инвестирования.

3. Ликвидность — вложенные средства в короткий промежуток времени могут быть получены без потери первоначальных вложений.

Несмотря на рассмотренные положительные характеристики, банковский вклад не всегда способен обеспечить доходность, превышающую темпы инфляции. Доходность вкладов в рублях, долларах США и евро, скорректированная на инфляцию

<sup>15</sup> Росстат России. Объем и состав денежных накоплений населения. URL: [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/population/level/#](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/population/level/#).

<sup>16</sup> Пункт 1 ст. 214.2 Налогового кодекса РФ.

<sup>17</sup> Рассчитано по данным Росстата России делением объема средств, находящихся во вкладах (19,7 трлн руб.), на численность населения России (146,8 млн чел.).

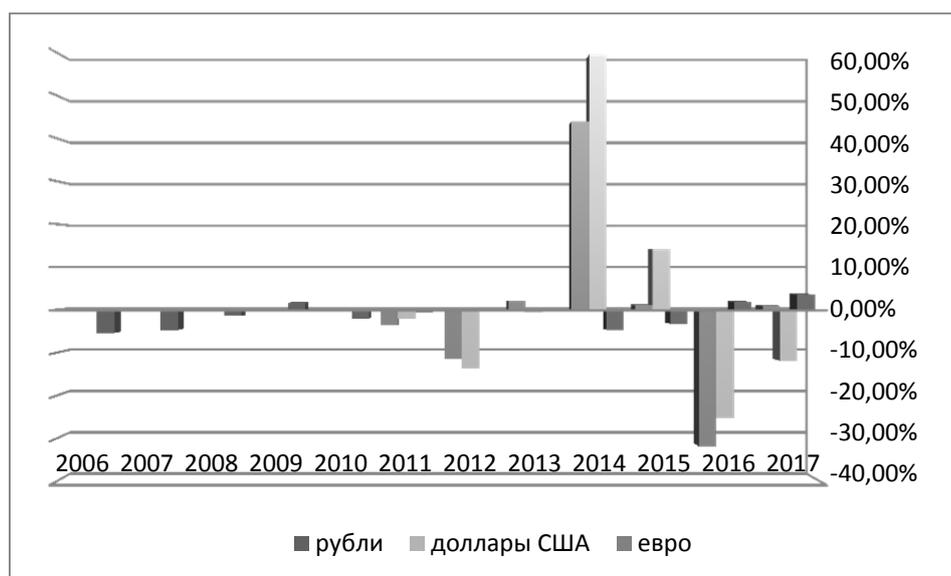


Рис. 4 / Fig. 4. Доходность банковских вкладов / Returns on bank deposits

Источник / Source: рассчитано как средняя ставка по депозитам (без депозитов до востребования) по данным официальной статистики. Официальный сайт Банка России. Сведения по вкладам физических лиц и нефинансовых организаций в рублях, долларах США и евро, до 2013 г. Средневзвешенные процентные ставки по привлеченным кредитными организациями вкладам физических лиц и нефинансовых организаций в рублях до 2010 г. Процентные ставки в 2005–2017 гг. / Calculated as the average rate on deposits (without deposits on demand) according to official statistics. Official website of the Bank of Russia. Information on deposits of physical persons and non-financial organizations in rubles, the U.S. dollars, and euros up to 2013. The average weighted interest rate on attracted by credit institutions deposits of physical persons and non-financial organizations in rubles up to 2010. Interest rates in 2005–2017.

и разницу курсов покупки и продажи для валютных вкладов, представлена на рис. 4.

Как видно из рис. 4, рублевые вклады обеспечили инвесторам доходность, превышающую темпы инфляции, лишь на трех из 12 рассмотренных временных отрезках. Доходность банковских вкладов в долларах США и евро — на трех из семи.

Представленные данные свидетельствуют о том, что банковский вклад на рассматриваемом промежутке времени выполнял исключительно функцию вовлечения в экономический процесс значительной части накоплений. Данный факт, безусловно, оказывал положительное влияние на развитие экономики, поскольку привлеченные средства формируют базу для выдачи банками кредитов, которые могут использоваться предприятиями для расширенного воспроизводства. Вместе с тем в среднем банковский вклад на рассмотренном временном отрезке не обеспечил реальную доходность и, соответственно, не способствовал повышению реальных располагаемых доходов и созданию дополнительного стимула для формирования платежеспособного спроса граждан<sup>18</sup>.

<sup>18</sup> Данная тенденция может измениться в условиях снижающихся темпов инфляции.

Использование валютных вкладов сопровождается теми же сложностями, что и инвестирование в валюту. Для эффективного использования валютных вкладов необходимо обладать навыками прогнозирования изменения курсов валют, которые отсутствуют у среднестатистического гражданина.

Проведенный анализ свидетельствует о том, что, несмотря на популярность, банковские вклады в настоящий момент не выполняют в полной мере функцию системного развития экономики. Данная ситуация может измениться для рублевых вкладов при сохранении низкой инфляции.

### ВКЛАДЫ В МИКРОФИНАНСОВЫЕ КОМПАНИИ

В качестве альтернативы банковским вкладам граждане могут использовать вклады в микрофинансовые компании (МФК), потенциально способные приносить большую доходность.

Размещение средств во вкладах в МФК сопровождается издержками в виде НДФЛ. Доходность вкладов в МФК при инвестировании на срок 1, 2 и 3 года, скорректированная на НДФЛ и инфляцию, представлена в табл. 2.

Как видно из табл. 2, вклады в МФК в 2017 г. предлагали инвесторам доходность, значитель-

Таблица 2 / Table 2

**Доходность вкладов в МФК в 2017 / Returns on deposits in microfinance organizations in 2017**

1 год / 1 year	2 года / 2 years	3 года / 3 years
14,03%	15,77%	17,51%

*Источник / Source:* рассчитано как среднее значение по вкладам 26 микрофинансовых компаний (все компании из государственного реестра микрофинансовых организаций, по которым данные о процентных ставках доступны на их официальных сайтах). Государственный реестр микрофинансовых организаций доступен на официальном сайте Банка России. Финансовые рынки. Надзор за участниками финансовых рынков. Микрофинансирование. Государственный реестр микрофинансовых организаций / Calculated as the average value of deposits of 26 microfinance companies (all companies from the state register of microfinance organizations for which data on interest rates are available on their official websites). The state register of microfinance organizations is available on the official website of the Bank of Russia. Financial markets. Supervision of financial market participants. Microfinance. State register of microfinance organizations.

но превышающую темпы инфляции. Отсутствие репрезентативной статистики не позволяет провести более глубокий анализ потенциала данного инструмента.

Размещение средств во вкладах в МФК сопровождается более высокими рисками, в сравнении с банковскими вкладами. Так, возврат средств не гарантирован государством, существует риск мошеннических действий со стороны МФК, также МФК может оказаться неспособной исполнить принятые обязательства в связи с неэффективностью бизнес-модели. Обязательства по возврату средств по отдельным вкладам страхуются. Однако это не гарантирует инвестору 100% возврат вложенных средств. Страховая компания также может оказаться несостоятельной и вкладчик не получит размещенные в МФК средства.

Таким образом, для эффективного использования данного инструмента необходимо обладать навыками, позволяющими оценить эффективность бизнес-модели МФК, надежность страховой компании для случаев страхования вкладов. Подобные навыки отсутствуют у среднестатистического гражданина, как и 1,5 млн руб. — минимальная сумма инвестирования во вклад МФК.

Представленные данные свидетельствуют о том, что вклады в МФК могут являться привлекательными в качестве объекта инвестиций исключительно для состоятельных, финансово грамотных граждан. Учитывая целесообразность диверсификации вложений, данный инструмент не должен быть единственным, используемым инвестором. В связи с наличием существенных рисков размещения средств вклады в МФК целесообразно использовать в качестве одного из элементов инвестиционного портфеля, что предполагает наличие ресурсов, значительно превышающих 1,5 млн руб.

Оценивая потенциал вкладов в МФК как инструмент системного развития экономики, необходимо исследовать и цели, на которые направляются привлеченные МФК ресурсы. Так, МФК выдает привлеченные средства в виде займов, которые могут оказывать как положительное, так и отрицательное влияние на экономику. С одной стороны, выданные займы могут быть использованы на воспроизводственные цели небольшим бизнесом, способствовать самозанятости и вовлечению в экономический процесс граждан, которые не могут получить ресурсы для развития в кредитных организациях. С другой стороны, высокие проценты по выдаваемым МФК займам при направлении их заемщиками на текущее потребление существенно снижают будущую покупательную способность имеющих у граждан ресурсов.

Проведенный анализ свидетельствует о том, что вклады в МФК не обладают всеми характеристиками, необходимыми для инструмента системного развития экономики.

## **ИНВЕСТИРОВАНИЕ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ**

Инвестирование в ценные бумаги оказывает положительное воздействие на экономический рост — вложенные средства направляются в реальный сектор экономики. Данный инструмент получает все большее распространение среди населения. Так, объем вложений в ценные бумаги с января 2016 по декабрь 2017 г. вырос в структуре сбережений частных лиц на 1,2 трлн руб., или 1,5%<sup>19</sup>.

<sup>19</sup> Росстат России. Объем и состав денежных накоплений населения. URL: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/population/urov/doc3-1-2.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/population/urov/doc3-1-2.htm) (дата обращения: 15.05.2018).

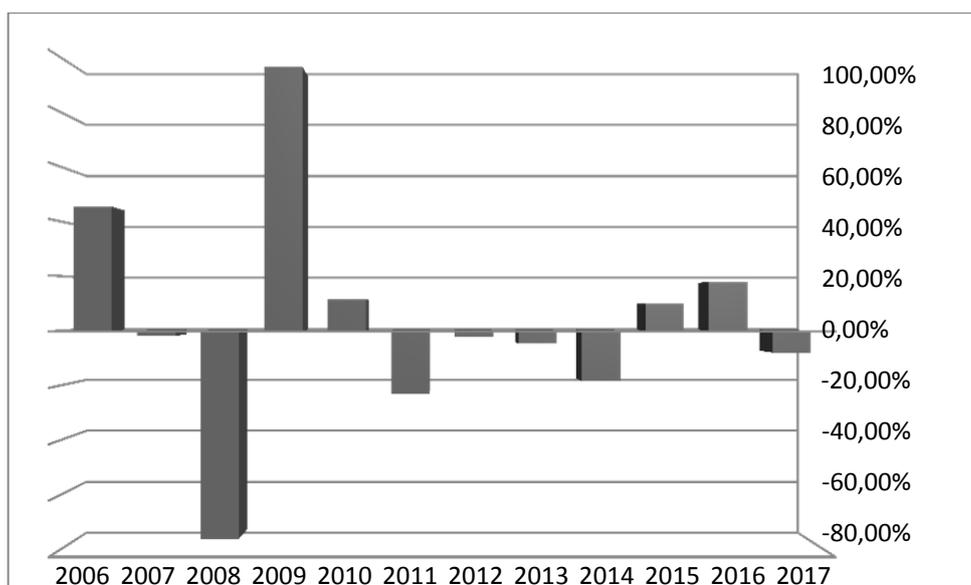


Рис. 5 / Fig. 5. Доходность инвестиций в акции / Returns on equity investments

Источник / Source: рассчитано на основании официальной статистики об изменении индекса с сайта Московской биржи <https://www.moex.com> (дата обращения: 10.05.2018) / Calculated on the basis of official statistics on changes in the index from the Moscow exchange website <https://www.moex.com> (accessed 10.05.2018).

При вложении средств в ценные бумаги инвестор может нести следующие издержки: НДСЛ, комиссия финансового посредника за покупку ценных бумаг.

Оценим доходность вложений в акции, корпоративные и государственные облигации. Доходность этих активов будет рассчитываться для случая инвестирования через брокерский счет. Учитывая, что при инвестировании через отдельных брокеров совокупные издержки могут быть существенно меньше 1%, пренебрежем ими.

### Акции

Для оценки доходности вложений в акции использовался индекс Московской биржи MICEXINDEXCF, отражающий динамику изменения стоимости наиболее ликвидных акций крупнейших и динамично развивающихся компаний. Значение данного индекса скорректировано на уровень инфляции, НДСЛ и представлено на рис. 5.

Как видно из рис. 5, вложение в акции в отдельные периоды времени способно обеспечить доходность, значительно превышающую темпы инфляции. Вместе с тем доходность зависит от курса акций, значение которого определяется показателями деятельности компании, оценкой перспектив развития компании инвесторами, состоянием национальной и мировой экономики, политической ситуацией, числом участников рынка и многими другими факторами. Для оценки этих показателей необходимы знания и навыки, отсутствующие у среднестатистического гражданина.

Необходимо также учитывать возможность банкротства эмитента. В этом случае вероятность возврата инвестиций незначительна. Данный риск можно снизить, разместив имеющиеся средства в акциях нескольких компаний (диверсифицировав вложения). Однако диверсификация требует дополнительных финансовых ресурсов, которые могут отсутствовать у среднестатистического гражданина.

При инвестировании в акции необходимо быть готовым и к издержкам, связанным с ликвидностью. Дело в том, что в момент возникновения потребности продать акцию она может быть недооценена. В результате владелец бумаги будет вынужден продать ее со значительным дисконтом, неся убытки. Вероятна и ситуация полного отсутствия спроса на реализуемую бумагу.

### Корпоративные облигации

Для оценки доходности вложений в корпоративные облигации использовался индекс MICEXCBITR, отражающий динамику изменения стоимости наиболее ликвидных корпоративных облигаций. Значение индекса скорректировано на уровень инфляции соответствующего года, НДСЛ и представлено на рис. 6.

Как видно из рис. 6, вложение в корпоративные облигации способно обеспечить доходность, превышающую темпы инфляции. Более того, возврат вложенных средств с процентами по окончании срока обращения облигаций гарантирован эмитен-

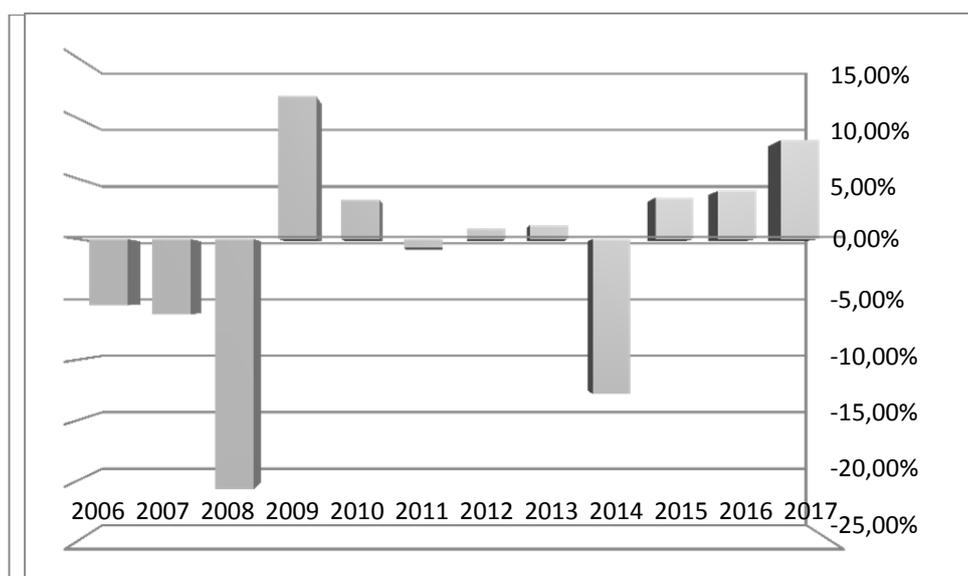


Рис. 6 / Fig. 6. Доходность инвестиций в корпоративные облигации / Returns on investment in corporate bonds

Источник / Source: рассчитано на основании официальной статистики об изменении индекса с сайта Московской биржи <https://www.moex.com> (дата обращения: 10.05.2018) / Calculated on the basis of official statistics on changes in the index from the Moscow exchange website <https://www.moex.com> (accessed 10.05.2018).

том. Дополнительным стимулом для покупки облигаций частными инвесторами является введенное с 01.01.2018 налоговое стимулирование — купонные выплаты по облигациям, выпущенным с 01.01.2017, освобождаются от уплаты НДФЛ.

Однако, как и в случае с акциями, возможны случаи несостоятельности эмитента. В связи с этим для эффективных инвестиций в облигации нужны знания и навыки, позволяющие оценивать перспективы эмитента, а также средства, достаточные для диверсификации.

Необходимо учитывать и издержки, связанные с ликвидностью. Так, высокие издержки, связанные с ликвидностью, были бы вынуждены нести инвесторы, которым в 2014 г. срочно понадобились деньги. В условиях резкого падения нефтяных котировок и ослабления курса рубля Банк России принял в 2014 г. решение о повышении ключевой ставки с 10,5 до 17%, а иностранные инвесторы начали выводить средства из российских активов. В результате котировки корпоративных облигаций снизились на 13%. Данных издержек можно избежать в случае покупки облигаций, срок обращения которых совпадает с инвестиционным горизонтом инвестора.

### **Облигации федерального займа**

Для оценки доходности вложений в облигации федерального займа (ОФЗ) использовался индекс RGBITR. Учитывая, что данный вид инвестиций освобожден от уплаты НДФЛ, значение индекса

скорректировано только на инфляцию и представлено на рис. 7.

Как видно из рис. 7, вложение в ОФЗ способно обеспечить доходность, превышающую темпы инфляции. Поскольку эмитентом ОФЗ является государство, при использовании данного инструмента не нужно обладать специальными знаниями и навыками для оценки перспектив эмитента, а также значительным объемом накоплений для диверсификации вложений.

Единственный фактор, требующий учета, — издержки, связанные с ликвидностью. Как видно из рис. 7, ситуация на финансовом рынке в 2014 г. привела к снижению котировок ОФЗ почти на 26%. При необходимости срочной продажи ОФЗ инвестор мог получить значительный убыток. Как и в случае корпоративных облигаций, данных издержек можно избежать при покупке облигаций, срок погашения которых совпадает с инвестиционным горизонтом.

Вместе с тем внимательный инвестор, обладающий базовыми знаниями о финансовом рынке и отслеживающий причины изменения котировок ОФЗ, мог получить дополнительную доходность при минимальном риске, купив ОФЗ в момент падения котировок.

### **Выводы об инвестировании в ценные бумаги**

Проведенные исследования свидетельствуют о том, что ценные бумаги могут обеспечить доходность, которая с учетом всех издержек превышает темпы инфляции, и стимулировать дополнительный инве-

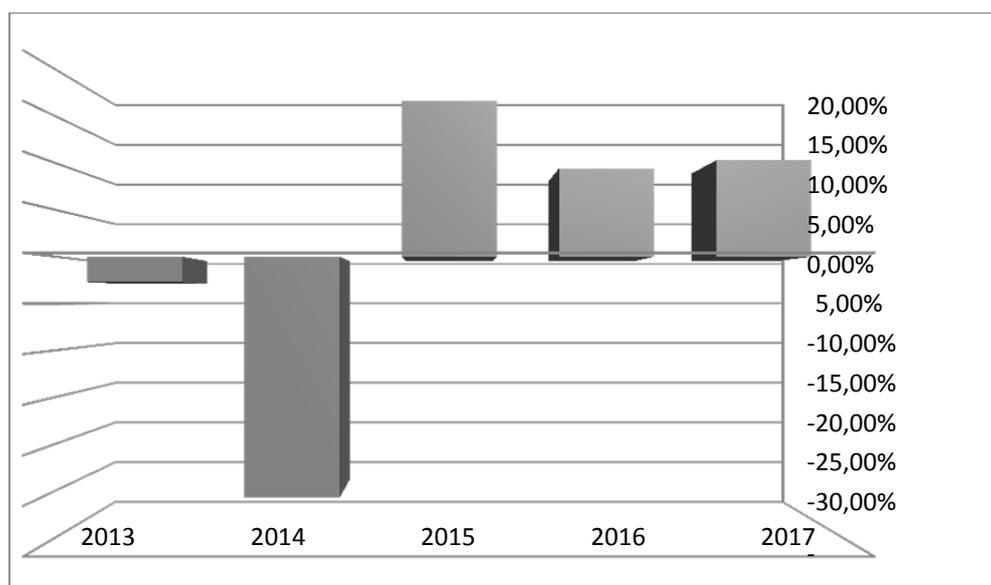


Рис. 7 / Fig. 7. Доходность инвестиций в ОФЗ / Return on investment in Federal loan bonds

Источник / Source: рассчитано на основании официальной статистики об изменении индекса с сайта Московской биржи <https://www.moex.com> (дата обращения: 10.05.2018) / Calculated on the basis of official statistics on changes in the index from the Moscow exchange website <https://www.moex.com> (accessed 10.05.2018).

стиционный спрос со стороны населения за счет увеличения покупательной способности их накоплений.

Таким образом, ценные бумаги могут выполнять функцию системного развития экономики при условии решения проблем, возникающих у граждан при самостоятельном инвестировании. Это отсутствие у среднестатистического гражданина необходимых знаний для оценки перспектив отдельных эмитентов, а также достаточного объема накоплений для эффективной диверсификации вложений.

Данные проблемы могут быть решены с помощью квалифицированных управляющих активами: фондов коллективного инвестирования, страховых компаний в рамках инвестиционного страхования, доверительного управления.

### ВЛОЖЕНИЕ В ПАЕВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ

Объединяя незначительные средства многочисленных инвесторов, паевые инвестиционные фонды (ПИФы) аккумулируют сумму, достаточную для формирования диверсифицированного портфеля вложений. Такой портфель управляется профессиональными сотрудниками управляющей компании (далее — УК) ПИФ, что позволяет инвесторам, не обладающими навыками прогнозирования изменения стоимости отдельных ценных бумаг, получить доступ к диверсифицированному, профессионально управляемому портфелю вложений, имея незначительный объем накоплений. Даже при наличии 1000 руб. инвестор может купить пай открытого

ПИФ. Еще одним преимуществом ПИФ являются налоговые льготы — при размещении средств на срок от 3 лет инвестор освобождается от уплаты НДФЛ.

Вместе с тем инвестирование в ПИФ сопровождается дополнительными издержками (вознаграждение УК, специализированного депозитария, надбавки при покупке паев и скидки при их продаже), что может существенно сократить финансовый результат. Так, средний размер издержек составляет: для открытых ПИФ облигаций 3,24%, для прочих открытых ПИФ — 4,62%<sup>20</sup>. Доходность открытых ПИФ, скорректированная на издержки и инфляцию, представлена на рис. 8.

Представленные данные свидетельствуют о том, что в отдельные периоды времени ПИФы обеспечивали как доходность, превышающую динамику соответствующего фондового индекса, и меньший в сравнении с динамикой соответствующего фондового индекса убыток, так и наоборот. Причиной является невысокая конкуренция между УК, о чем свидетельствует широкий диапазон издержек, которые могут в десятки раз отличаться в различных УК, а также наличие на рынке неэффективных УК, которые не способны обеспечить инвесторам реальную доходность. Так, доходность открытых ПИФ варьировалась в 2017 г. в диапазоне от +40,93

<sup>20</sup> Рассчитано как среднее значение совокупных издержек по данным рейтинга открытых ПИФ по инфраструктурным расходам клиента по состоянию на 25.01.2018. URL: [http://pif.investfunds.ru/funds/infrastructure\\_costs\\_rankings.php](http://pif.investfunds.ru/funds/infrastructure_costs_rankings.php).

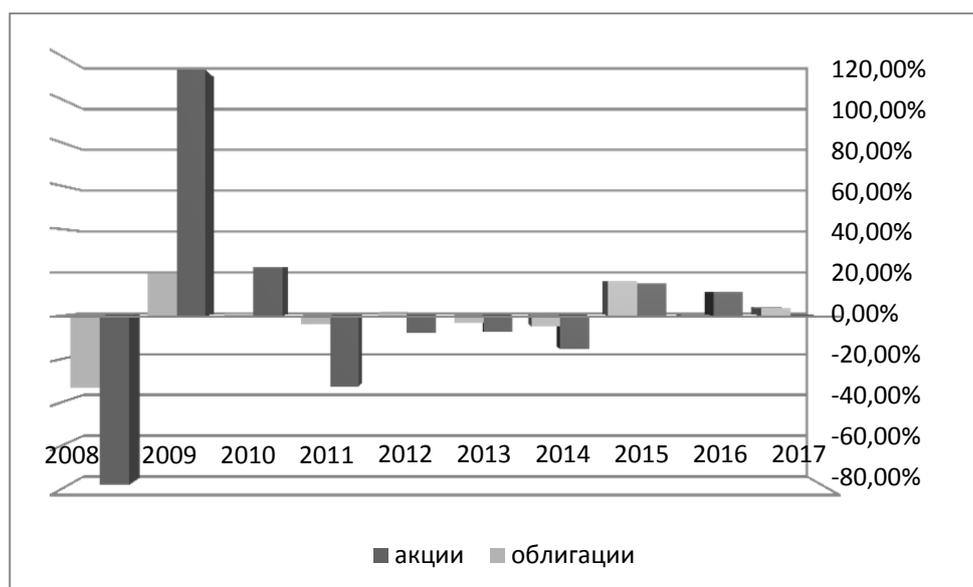


Рис. 8 / Fig. 8. Доходность инвестирования в ПИФ /  
Returns on investment in mutual funds

Источник: рассчитано на основании данных официальной статистики с сайта <http://pif.investfunds.ru> (дата обращения: 15.05.2018) / Calculated on the basis of official statistical data from the website <http://pif.investfunds.ru> (accessed 15.05.2018).

до -10,46% для ПИФ акций, от +16,41 до -9,23% для ПИФ облигаций<sup>21</sup>.

Таким образом, для эффективного инвестирования в ПИФ на данном этапе необходимо обладать навыками выбора эффективной УК ПИФ, обеспечивающей доходность, опережающую динамику соответствующего фондового индекса, и имеющей низкие транзакционные издержки.

Данные навыки являются более доступными для освоения частными инвесторами в сравнении с оценкой перспектив отдельных ценных бумаг, предполагающих анализ бизнес-модели эмитента.

Представленные данные свидетельствуют о том, что ПИФ способны выполнять функцию системного развития экономики.

### ИНВЕСТИРОВАНИЕ С ПОМОЩЬЮ ИНДИВИДУАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ СЧЕТОВ, ОТКРЫТЫХ У ДОВЕРИТЕЛЬНОГО УПРАВЛЯЮЩЕГО АКТИВАМИ

Еще одним способом решения проблем, возникающих у граждан при самостоятельном инвестировании в ценные бумаги, является передача

накоплений в доверительное управление профессиональному участнику рынка ценных бумаг. Использование индивидуальных инвестиционных счетов (далее — ИИС) повысит эффективность инвестиций в связи с наличием налоговых льгот. Так, с 2015 г. внедрено 2 типа налоговых льгот по ИИС:

*Тип А.* получать годовой налоговый вычет в размере до 52 000 руб. (при ежегодных инвестициях в размере до 400 000 руб.);

*Тип Б.* не платить НДФЛ с дохода от инвестиций в ценные бумаги.

Налоговыми льготами можно воспользоваться при сроке инвестиций от трех лет. Оценим доходность вложений в акции и облигации при условии ежегодного пополнения инвестиционного счета на сумму до 400 тыс. руб. и размещения средств доверительным управляющим в рыночные портфели (портфели акций и облигаций, доли активов которых пропорциональны соответственно индексам MICEXINDEXCF и MICEXCBITR). Доходность доверительного управления с использованием ИИС в период с 2015 по 2017 г. представлена на рис. 9.

Представленные данные свидетельствуют о том, что использование ИИС при покупке ценных бумаг позволяет увеличить доходность / сократить убыток. Значительный прирост доходности / сокращение убытка обеспечивает возврат НДФЛ в размере до 52 000 руб.

Для эффективного использования инструмента доверительного управления, как и в случае с ПИФ,

<sup>21</sup> Данные из рейтинга открытых ПИФ по доходности. URL: [http://pif.investfunds.ru/funds/rate.phtml?free\\_ranking=0&funds\\_types=1&year=2017&month=12&date\\_from=30.11.2017&date\\_to=29.12.2017&year1=2017&month1=1&year2=2018&month2=1&min\\_nav=10&funds\\_values=0&specs%5B%20%5D=0&specs%5B%20%5D=0&specs%5B%20%5D=0&specs%5B%20%5D=0&period=year&sort=1&page\\_num=0&get\\_xls=0&ajax=1](http://pif.investfunds.ru/funds/rate.phtml?free_ranking=0&funds_types=1&year=2017&month=12&date_from=30.11.2017&date_to=29.12.2017&year1=2017&month1=1&year2=2018&month2=1&min_nav=10&funds_values=0&specs%5B%20%5D=0&specs%5B%20%5D=0&specs%5B%20%5D=0&specs%5B%20%5D=0&period=year&sort=1&page_num=0&get_xls=0&ajax=1) (дата обращения: 15.05.2018).

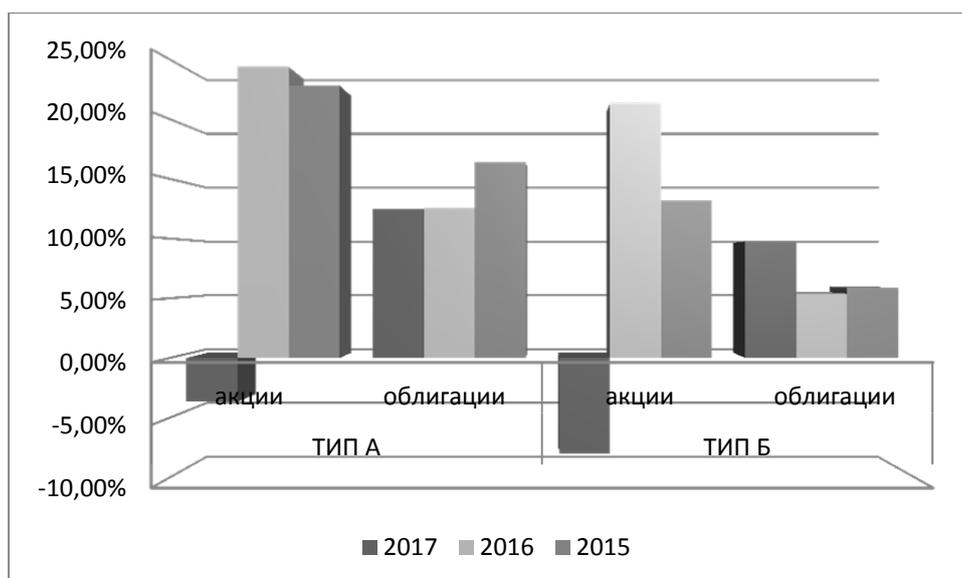


Рис. 9 / Fig. 9. Доходность доверительного управления с использованием ИИС / Returns on the trust management of personal investment accounts

Источник / Source: рассчитано на основании официальной статистики об изменении соответствующего индекса с сайта Московской биржи. URL: <https://www.moex.com> (дата обращения: 15.05.2018) / Calculated on the basis of official statistics on changes in the index from the Moscow exchange website. URL: <https://www.moex.com> (accessed 10.05.2018).

необходимо выбрать эффективного доверительного управляющего с положительной репутацией.

Доверительное управление с помощью ИИС может выполнять функции системного развития экономики в случае, если вознаграждение доверительного управляющего не будет существенным. Вместе с тем размещение средств в портфели, доли активов которых распределены пропорционально рыночным индексам, не должно сопровождаться значительными издержками. В связи с изложенным, как и в случае издержек при самостоятельном инвестировании через брокера, данными издержками, вероятно, можно пренебречь.

Таким образом, доверительное управление с использованием ИИС способно выполнять функцию системного развития экономики.

### ИНВЕСТИЦИОННОЕ СТРАХОВАНИЕ ЖИЗНИ

Еще одним способом решения проблем, возникающих у граждан при самостоятельном инвестировании в ценные бумаги, является инвестиционное страхование жизни (ИСЖ). Дополнительный стимул использованию данного инструмента придают налоговые льготы. Так, при размещении средств на срок от 5 лет инвестор может рассчитывать на ежегодный возврат НДФЛ в размере 15 600 руб. (при сумме инвестиций до 120 тыс. руб.).

Оценим доходность инвестиционного страхования жизни при инвестировании 120 тыс. руб.

и ежегодном возврате НДФЛ 15 600 руб. Доходность инвестиционного страхования жизни в 2016 г.<sup>22</sup> представлена в табл. 3.

Как видно из табл. 3, рублевое ИСЖ обеспечило доходность для случая неполучения налогового вычета лишь на 3,38%, превышающую темпы инфляции, долларовое ИСЖ при условии валютной переоценки активов принесло убыток в размере — 26,28%. Значительное увеличение доходности обеспечил возврат НДФЛ. При инвестировании до 120 тыс. руб. инвестор получил бы доход, превышающий темпы инфляции на 16,38%.

Представленные данные свидетельствуют о том, что использование рублевого ИСЖ позволит инвестору, не обладающему навыками прогнозирования стоимости ценных бумаг, получить доступ к портфелю диверсифицированных вложений, управляемому квалифицированным специалистом. Однако ИСЖ имеет следующие недостатки, которые снижают его привлекательность в сравнении с инвестированием в ПИФ и использованием доверительного управления с использованием ИИС.

1. Низкая ликвидность и возможность несения значительных убытков при досрочном расторжении договора ИСЖ, когда страховые компании возвращают лишь часть переданных инвестором средств. В результате возникают убытки.

<sup>22</sup> Более актуальная информация отсутствует в открытых источниках.

Таблица 3 / Table 3

**Доходность инвестиционного страхования жизни / Returns on investment in life insurance**

	Рубли / Rubles	Доллары США / \$U.S.
Без возврата НДФЛ / No refund of personal income tax	3,38%	-26,27%
С возвратом НДФЛ / With refund of personal income tax	16,38%	-13,28%

Источник / Source: рассчитано по данным <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2017/05/26/691583-vkladchiki-nakopitelnoe-strahovanie> (дата обращения: 15.05.2018) / Calculated according to data at <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2017/05/26/691583-vkladchiki-nakopitelnoe-strahovanie> (accessed 15.05.2018).

2. Непрозрачный размер вознаграждения страховой компании<sup>23</sup>.

3. Вероятность несостоятельности страховой компании, в результате которой инвестор может потерять значительную часть или все свои вложения. Данная проблема частично решается выбором надежной страховой компании. Рейтинги надежности страховых компаний имеются в открытом доступе в сети Интернет.

4. Менее привлекательные налоговые льготы в сравнении с ИИС. Так, по ИИС максимальная сумма, с которой инвестор имеет возможность получить возврат НДФЛ, составляет 400 000 руб. ежегодно (52 000 руб. возврата НДФЛ), для ИСЖ — 120 000 руб. ежегодно (15 600 руб. возврата НДФЛ).

5. Большой инвестиционный горизонт для получения налогового вычета в сравнении с доверительным управлением с использованием ИИС. Так, для получения возврата НДФЛ в рамках ИИС срок инвестиций должен составлять не менее трех лет, для ИСЖ — не менее пяти лет.

Представленные данные свидетельствуют о том, что несмотря на то, что ИСЖ способно выполнять функции системного развития экономики, регулирование ИСЖ нуждается в доработке. В настоящее время на рынке существуют более привлекательные возможности передачи имеющихся накоплений под управление квалифицированным специалистам (ПИФы и доверительное управление с использованием ИИС).

<sup>23</sup> В открытых источниках отсутствует информация о размере вознаграждений страховых компаний.

**ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Проведенный анализ свидетельствует о том, что из рассмотренных инвестиционных инструментов в наибольшей степени отвечают предложенным в данной статье критериям системного развития экономики, ценные бумаги. Консервативные инвесторы, не готовые к рискам, могут использовать облигации федерального займа. Инвесторы, готовые к риску и рассчитывающие на больший доход, могут инвестировать в акции и корпоративные облигации. Для снижения издержек, связанных с ликвидностью, при покупке ОФЗ и корпоративных облигаций целесообразно использовать активы, срок погашения которых совпадает с инвестиционным горизонтом инвестора.

Акции целесообразно использовать на длительных промежутках времени. Несмотря на волатильность их курса, в среднем акции способны принести более высокую доходность, чем облигации. Для достижения максимальной доходности необходимо выбирать акции и корпоративные облигации наиболее перспективных эмитентов, а также грамотно распределять накопления между выбранными активами. В условиях отсутствия достаточных знаний для оценки перспектив отдельных эмитентов, а также достаточного объема накоплений для эффективной диверсификации вложений целесообразно пользоваться услугами профессиональных управляющих активами: УК ПИФ, доверительных управляющих. При этом страховые компании в рамках ИСЖ не способны предложить инвесторам условия, конкурентные с другими видами профессиональных управляющих активами.

**ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ**

**Олег Сергеевич Тенетник** — кандидат экономических наук, эксперт, Москва, Россия  
tenetnik@yandex.ru

**ABOUT THE AUTHOR**

**Oleg S. Tenetnik** — Cand. Sci. (Econ.), expert, Moscow, Russia  
tenetnik@yandex.ru