

УДК 339.7

КОНСЕРВАТИВНЫЕ ЧАСТНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ В ТЕКУЩИХ УСЛОВИЯХ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В РОССИИ

Маняхин Т.В.,

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва,
email: tvmanyakhin@fa.ru

Аннотация. Исследование посвящено анализу имеющихся у частных инвесторов в текущих условиях денежно-кредитной политики в России возможностей по консервативному инвестированию своих сбережений, наряду с традиционными банковскими депозитами с фиксированной процентной ставкой в крупнейших банках страны. Проведен сравнительный анализ наиболее надежных банковских депозитов с имеющимися у них альтернативами на биржевом рынке, выделены основные преимущества и недостатки соответствующих финансовых инструментов. На основе проведенного анализа сделан вывод о более высокой привлекательности в текущих условиях банковских депозитов с фиксированной процентной ставкой, несмотря на очевидные отличительные достоинства других инструментов с сопоставимыми (низкими) рисками. Проведен общий анализ причин и обстоятельств, в условиях которых банковские депозиты в настоящее время вряд ли имеют на биржевом рынке экономически целесообразные альтернативы для консервативных частных инвесторов, без повышения уровня принимаемых ими рисков (за исключением случаев использования отдельных налоговых льгот).

Ключевые слова: инвестиции, денежно-кредитная политика, риски, ключевая ставка, облигации, доходность.

CONSERVATIVE PRIVATE INVESTMENT IN THE CURRENT MONETARY POLICY CONDITIONS IN RUSSIA

Maniakhin T.V.,

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow,
email: tvmanyakhin@fa.ru

Abstract. The study is focused on the analysis of the opportunities available to private investors in the current conditions of monetary policy in Russia to conservatively invest their savings, along with traditional bank deposits with fixed interest rate in the country's largest banks. A comparative analysis of the most reliable bank deposits with their available alternatives on the exchange market was carried out, and the main advantages and disadvantages of the corresponding financial instruments were highlighted. Based on the analysis, it was concluded that bank deposits with a fixed interest rate are more attractive in the current conditions, despite the obvious distinctive advantages of other instruments with comparable (low) risks. A general analysis of the reasons and circumstances has been carried out under which bank deposits are currently unlikely to have economically viable alternatives for conservative private investors on the exchange market, without increasing the level of risks they accept (except for cases of using certain tax benefits).

Keywords: investments, monetary policy, risks, key rate, bonds, profitability.

Как известно, со второй половины 2023 года на фоне инфляционного давления национальный регулятор финансовых рынков — Центральный банк Россий-

ской Федерации (Банк России) — произвел ужесточение денежно-кредитной политики для удорожания стоимости денег с целью борьбы с возросшей инфляцией.

В частности, ключевая ставка Банка России, посредством которой регулятор транслирует стоимость денег на денежный рынок и на все остальные секторы финансового рынка и на национальную экономику в целом, менее чем за полгода — с июля по декабрь 2023 года — была повышена пять раз подряд в общей сложности на 850 базисных пунктов (с 7,5% до 16%) [1].

Очевидно, что такой разворот денежно-кредитной политики, с одной стороны, имеет очевидный потенциал неблагоприятного воздействия на развитие бизнеса, стоимость заемных средств для которого становится ощутимо дороже. С другой стороны, значительное увеличение безрисковой ставки стало условно, с поправкой на возросшую инфляцию, положительным фактором для частных инвесторов.

Смещение вверх операционного коридора национальной денежно-кредитной политики привело к росту доходностей банковских депозитов и финансовых инструментов национального фондового рынка с минимальным уровнем кредитного риска, в первую очередь облигаций федерального займа и субфедеральных облигаций, корпоративных облигаций с высоким кредитным рейтингом, а также биржевых денежных фондов надежных управляющих компаний, обращающихся на Московской бирже.

Также открылись новые возможности для розничных инвесторов при построении консервативных стратегий, учитывающих изменения в денежно-кредитной политике, в том числе предполагающих следование за ставками денежного рынка и (или) инфляцией. Например, возможности для таких стратегий предоставляют так называемые «флоатеры» — облигации с переменным купоном (ПК), купонная доходность и рыночная цена которых в значительной мере зависят от изменений ставки RUONIA, являющейся операционным ориентиром денежно-кредитной политики Банка России. Появился потенциал для использования инфляционных «линкеров» (ИН) — облигаций, величина номинала которых привязана к индексу потребительских цен (ИПЦ).

В частности, Банк России в своих статистических и аналитических материалах стал отмечать некоторое повышение во второй половине 2023 года интереса населения к облигациям — рынку, где основными участниками традиционно являются банки и некредитные финансовые организации [2].

Более привлекательными также стали низкорисковые активы, традиционно являющиеся инструментом хеджирования от инфляции — такие как золото и серебро. На организованных торгах, в первую очередь на Московской бирже, представлены необходимые инструменты для следования за стоимостью драгоценных металлов на фондовом рынке — посредством вложения в ценные бумаги профильных компаний и в различные структурные продукты, а также на срочном рынке.

Таким образом, на финансовом рынке сложились условия для заметного перетока средств населения с банковских депозитов в системно значимых банках, являющихся практически безрисковыми вложениями, в инструменты фондового и денежного рынков и других секторов отечественного финансового рынка.

Дополнительным фактором в пользу вложений частных инвесторов в низкорисковые инструменты фондового и денежного рынков можно считать и уже достаточно высокие текущие уровни более рискованного сектора финансового рынка — рынка акций, основной индекс которого (IMOEX) всего за год — с октября 2022 года по сентябрь 2023 года — вырос почти на 70% [3].

В сложившихся условиях переориентация средств частных инвесторов с банковских депозитов на инструменты фондового и денежного рынков потенциально должна была служить интересам как самих частных инвесторов, так и государства, для которого стимулирование внутренних частных инвестиций на национальном фондовом рынке в текущих условиях санкционных ограничений стало одной из приоритетных задач.

Вместе с тем, анализ данных Банка России о динамике объемов вложений средств домашних хозяйств в финансовые инструменты [4] показал, что явной переориентации депозитов на консервативные инструменты фондового и денежного рынков не произошло. В частности, вложения домашних хозяйств в долговые инструменты фондового рынка во второй половине 2023 года выросли незначительно при том, что с октября 2023 года наблюдалось значительное увеличение вложений домашних хозяйств на банковские депозиты. Так, в декабре 2023 года объем указанных вложений превысил аналогичный показатель июля 2023 года более, чем в 5 раз.

Кроме того, на пике повышения ключевой ставки Банка России (декабрь 2023 года) был отмечен значительный (более, чем в 10 раз относительно аналогичного показателя за июль 2023 года) рост вложений средств домашних хозяйств в акции и паи — то есть в финансовые инструменты с более высокими рисками относительно облигаций надежных эмитентов.

Указанные обстоятельства делают актуальным вопрос о сравнительно низкой (относительно банковских депозитов) привлекательности среди консервативных частных инвесторов альтернативных банковским депозитам инструментов фондового и денежного рынков даже в условиях высокой стоимости денег.

Цель исследования

Целью исследования является определение причин, по которым существенное ужесточение денежно-кредитной политики Банка России во второй половине 2023 года не привело к значительному увеличению вложений частных инвесторов в консервативные инструменты национального фондового и денежного рынков с доходностью, зависящей от стоимости денег, относительно вложений в банковские депозиты, и на этой основе — формирование позиции относительно перспектив повышения их привлекательности.

Степень проработанности темы

Тема исследования является прикладной и актуальной в текущих условиях функционирования финансового рынка Российской Федерации. В этой связи публикации, посвященные рассматриваемой теме, носят единичный характер и, как правило, фокусируются на ее отдельных аспектах.

Практическая применимость результатов исследования

Результаты исследования могут быть использованы частными инвесторами для принятия инвестиционных решений, научными работниками — для дальнейшей проработки аспектов рассматриваемой проблематики, финансовыми властями — для совершенствования финансовых инструментов и инфраструктуры рынка.

Объекты и методы исследования

Объектом исследования является консервативное инвестирование частных лиц, предметом — особенности консервативного инвестирования частных инвесторов

в России в современных условиях денежно-кредитной политики Банка России. При проведении исследования применены общенаучные методы, такие как сравнительный анализ, индукция, дедукция. Используются элементы системного анализа.

Информационная база исследования

Информационной базой исследования, с учетом его прикладного характера, стали преимущественно данные Банка России, Московской биржи и различных аналитических ресурсов по теме исследования, в том числе ресурсов профессиональных участников российского рынка ценных бумаг и специализированных ресурсов.

Результаты исследования и их обсуждение

Для достижения цели исследования далее в настоящей статье последовательно рассматривается имеющийся в текущих условиях потенциал сделок с альтернативными депозитам в системно значимых банках консервативными финансовыми инструментами на фондовом и денежном рынках Московской биржи, как основной и доступной частным инвесторам организованной биржевой площадки страны.

Облигации первоклассных эмитентов

Очевидно, что ближайшими конкурентами депозитам в системно значимых банках по привлекательности вложений с точки зрения сопоставимого (крайне низкого) кредитного риска являются облигации федерального займа (ОФЗ), выбор которых на фондовом рынке Московской биржи достаточно широк — по состоянию на дату проведения анализа на бирже обращалось более 50 различных выпусков [5].

Несмотря на формально более низкий кредитный рейтинг, фактически в один ряд с ОФЗ можно поставить так называемые субфедеральные облигации, выпускаемые субъектами Российской Федерации. Таких облигаций на фондовом рынке Московской биржи также обращается достаточно много — более 100 различных выпусков.

Анализ доходности к погашению данных типов облигаций показывает, что максимальную доходность демонстрируют относительно короткие (погашение в текущем году) ОФЗ с постоянным доходом (ОФЗ-ПД) — чуть ниже 15% годовых (например, выпуски ОФЗ 26227 и ОФЗ 26222), что в текущих условиях однозначно менее выгодно относительно банковских депозитов, где эффективная процентная ставка достигает 16% годовых и более. В данном случае мы сравниваем с депозитами именно ОФЗ-ПД, так как другие популярные типы государственных облигаций — облигации с переменным купоном (ОФЗ-ПК) и так называемые «линкеры» (ОФЗ-ИН) — имеют свою специфику с точки зрения структуры дохода по ним, и, соответственно, инвестиционных стратегий, и будут рассмотрены в данном исследовании отдельно.

У длинных ОФЗ-ПД доходность к погашению еще ниже. Так, доходность к погашению бумаг со сроками погашения от двух лет и более составляет 14% и менее по мере увеличения срока обращения (инвертированная кривая доходности облигаций), при том, что по отдельным длинным депозитам в системно значимых банках (со сроком три года) эффективная процентная ставка составляет около 15% годовых.

Таким образом, с точки зрения конечной доходности вложений, в текущих условиях жесткой денежно-кредитной политики ОФЗ-ПД непривлекательны для частных инвесторов как минимум на коротком временном отрезке — до полугода,

где доходность банковских депозитов выше. Данное обстоятельство, по мнению автора, как раз и объясняет отсутствие значительного интереса розничных инвесторов к ОФЗ-ПД в сравнении с банковскими депозитами даже на фоне высокой ключевой ставки Банка России.

Причины же данного явления находятся в плоскости различий в механизме ценообразования на банковские депозиты и на облигации.

В частности, доходность облигаций, в отличие от депозитов, отражает не только стоимость денег и состояние ликвидности на рынке, но и факторы, присущие именно данному финансовому инструменту. Пониженная (относительно депозитов) доходность вложений в ОФЗ-ПД означает смещение баланса спроса и предложения на них в сторону спроса, на что оказывает влияние целый ряд факторов с учетом специфики основных участников данного рынка (государство и банки) — параметры аукционов по размещению ОФЗ-ПД, необходимость выполнения банками установленных Банком России обязательных экономических нормативов, потребность банков в ОФЗ как наиболее надежных и ликвидных бумагах для использования в широком круге операций, в том числе РЕПО, управление банками процентным риском, в том числе возможное желание зафиксировать на будущее доходность более длинных облигаций в ожидании смягчения денежно-кредитной политики и другие факторы.

Что касается длинных ОФЗ-ПД (со сроком погашения от трех лет), то необходимо отметить, что данный срез облигаций имеет привлекательное преимущество перед банковскими депозитами на ожиданиях смягчения денежно-кредитной политики, так как банки практически не предлагают депозиты с такими сроками (свыше трех лет). Но данное очевидное преимущество длинных ОФЗ-ПД в текущих условиях, видимо, также не является драйвером для перехода консервативных частных инвесторов из депозитов в длинные облигации в силу действия временной структуры рисков, а именно высокой неопределенности доходности вложений на длинном временном отрезке с учетом системных (общерыночных) рисков. В отличие от тела депозита, вложение в облигацию может уменьшаться под влиянием рыночных шоков и денежно-кредитной политики. При необходимости изъятия средств из облигаций до момента их погашения данный фактор имеет решающее значение для инвесторов. Дополнительное негативное, с точки зрения конечной доходности, воздействие на длинные облигации оказывает инверсия кривой доходности, вызванная жесткой монетарной политикой.

Возможно, привлекательность длинных ОФЗ-ПД для частных инвесторов можно было бы повысить за счет более высоких ставок купонной доходности, но это вряд ли в текущих условиях возможно с учетом того, что это неизбежно приведет к увеличению нагрузки на бюджет по обслуживанию внутреннего долга.

Анализ другого среза государственных облигаций с сопоставимым с депозитами в системно значимых банках уровнем кредитного риска — субфедеральных облигаций — показал, что, в отличие от ОФЗ, доходность к погашению нескольких выпусков облигаций данного типа находится на уровне или совсем немного (в пределах 50 базисных пунктов) превосходит доходность банковских депозитов (например, доходность к погашению выпуска Облигация ТомскАдм 7 или Ульб35002), даже несмотря на то, что субфедеральные облигации характеризуются значительно меньшей ликвидностью в сравнении с ОФЗ (риск потери средств при закрытии позиции из-за недостаточной ликвидности инструмента).

Таким образом, субфедеральные облигации, хотя с точки зрения доходности к погашению и немногим более привлекательны относительно ОФЗ, в текущих условиях функционирования российского финансового рынка вряд ли могут конкурировать за средства частных инвесторов с депозитами в надежных банках.

Еще одним классом облигаций, которые консервативные частные инвесторы могут рассматривать в качестве альтернативы банковским депозитам с точки зрения соотношения рисков и доходности, являются корпоративные облигации эмитентов с высокой кредитоспособностью, в том числе эмитентов с государственным участием. Вместе с тем, как показало изучение обращающихся на рынке бумаг, бумаги эмитентов с высоким рейтингом кредитоспособности (не ниже «А-»), характеризуются доходностью к погашению на уровне ОФЗ и субфедеральных облигаций. Лишь редкие выпуски демонстрируют доходность на 100-150 базисных пунктов выше депозитов в системно значимых банках.

Для получения заметной разницы в доходности с депозитами (от 200 базисных пунктов и выше) частным инвесторам необходимо выбирать для инвестиций корпоративные облигации уже из среза бумаг со средним рейтингом кредитоспособности («BBB+» и ниже), то есть повышать кредитный риск (а также риск ликвидности), что уже вряд ли можно отнести к консервативным инвестициям. Безусловно, обладая навыками фундаментального анализа и анализа финансовых рынков, можно выбрать достойные объекты для инвестирования, но это требует затрат времени и в любом случае — поднятия вместе с потенциальной доходностью и уровня принимаемого риска.

Таким образом, корпоративные облигации, как и государственные долговые бумаги, в современных условиях функционирования российского финансового рынка вряд ли для частных инвесторов могут составить конкуренцию банковским депозитам.

Еще один фактор, не менее значимый, чем вышеотмеченные, который делает облигации (как и многие другие инструменты национального финансового рынка) в настоящее время менее привлекательными для частных инвесторов в сравнении с банковскими депозитами — это налоговый арбитраж.

Даже в случае, если инвестору удалось приобрести облигацию первоклассного эмитента по такой цене, при которой ее доходность к погашению заметно обойдет по доходности банковский депозит, конечная доходность депозита (за вычетом налогов) во многих случаях окажется выше, так как согласно действующему законодательству из налоговой базы в отношении процентов по депозитам исключается сумма, равная произведению одного миллиона рублей на максимальную в налоговом периоде ключевую ставку Банка России на первое числа каждого месяца. Для облигаций и многих других инструментов финансового рынка таких льгот не предусмотрено (за исключением долгосрочного владения ценными бумагами).

С учетом того, что для многих частных инвесторов сумма дохода в 150 тыс. руб. в год (именно столько вычитается из налоговой базы по процентам по депозитам за 2023 год) является ощутимой для их бюджета, необходимость уплаты налога со всего дохода по ценным бумагам по ставке 13% или выше (в зависимости от размера совокупного годового дохода) может оказаться решающим фактором в пользу депозитов.

Большое влияние на конечную доходность вложений в облигации могут оказывать и такие традиционные элементы сделок с облигациями как комиссия брокера и биржи и накопленный купонный доход (НКД).

Влияние отсутствующих в случае с депозитами комиссий брокера и биржи на доходность вложений в облигации обратно пропорционально сроку вложений — чем

меньше срок вложений, тем больше влияние комиссии на конечную доходность инвестиции. На временном отрезке в один день, при прочих равных (например, при условии отсутствия резкого роста рыночной цены облигации), даже небольшая традиционная комиссия на сделки может привести к убытку от вложения в облигацию.

Наличие же по облигациям НКД увеличивает сумму инвестиций в облигацию, в связи с чем конечная доходность вложений в облигацию имеет обратную зависимость с размером НКД.

В результате такое преимущество облигаций перед депозитами как возможность их продажи (возврата суммы займа эмитенту) до срока погашения без потери накопленных процентов (за счет получения вместе с рыночной ценой также НКД) нивелируется вышеуказанными обстоятельствами, а также тем, что при определенном стечении обстоятельств (например, в силу реализации процентного или кредитного риска) рыночная цена облигации может снизиться до такого уровня, при котором при необходимости продажи облигации до срока погашения не получится вернуть даже первоначальную сумму вложений.

Таким образом, очевидными ситуациями, когда вложения частного инвестора в облигации могут быть оправданы в сравнении с банковскими депозитами при схожем уровне кредитного риска, можно считать лишь долгосрочные вложения при условии последующего движения стоимости денег в выгодную для инвестора сторону, а также использование для инвестиций индивидуального инвестиционного счета (ИИС), когда выгода от полученного налогового вычета может нивелировать более высокую доходность банковского депозита. Неслучайно именно налоговое стимулирование является в международной практике, в том числе в России, одним из ключевых методов повышения для частных инвесторов привлекательности инструментов фондового рынка [6].

Таблица 1

Сравнительный анализ вложений в банковские депозиты и в облигации на Московской бирже при низком уровне кредитного риска в текущих условиях функционирования финансового рынка

Классы финансовых инструментов	Основные преимущества (+)	Основные недостатки (-)
Банковский депозит в СЗКО (системно значимая кредитная организация)	Более высокая конечная доходность за счет налогового арбитража и отсутствия комиссий; Возможность досрочного изъятия средств без потери первоначальной суммы вложений (тела депозита) в связи с ее неизменностью.	Потеря почти всех или части процентов при досрочном изъятии суммы вложений (тела депозита); Только кратко- или среднесрочные вложения (как правило, не более трех лет).
ОФЗ, субфедеральные облигации и корпоративные облигации с рейтингом не ниже «А-»	Возможность досрочного изъятия суммы вложений (до срока погашения) без потери накопленного дохода (НКД); Возможность фиксировать привлекательную доходность на длительный срок (более трех лет).	Более низкая конечная доходность за счет налогов, комиссий, НКД и действия специфических факторов спроса и предложения на рынке облигаций в текущих условиях; Возможность потери части первоначальной суммы вложений при досрочной (до срока погашения) продаже облигации в случае снижения ее рыночной цены.

Источник: разработано автором.

Таблица 2

Сравнительный анализ вложений в банковские депозиты и в облигации различных типов в контексте траектории денежно-кредитной политики и инфляционных ожиданий

Классы финансовых инструментов	Траектория денежно-кредитной политики и инфляции, в условиях которой «дизайн» инструментов делает их более привлекательными для вложений
«Флоатеры» и инфляционные «линкеры»	Ожидания резкого и (или) устойчивого повышения стоимости денег и (или) инфляции. При этом «флоатеры» более предпочтительны для стратегий, ориентированных на получение пассивного дохода (за счет купона), «линкеры» – для стратегий, ориентированных на сохранение сбережений в период роста инфляции (за счет увеличения номинала облигаций на индекс потребительских цен).
Облигации и традиционные банковские депозиты с фиксированным доходом	Ожидания снижения стоимости денег.

Источник: разработано автором.

Другим важным для консервативных частных инвесторов аспектом инвестирования в облигации является возможность хеджирования процентного риска или даже заработка на управлении им. Например, разместив средства не банковский депозит, который имеет фиксированную процентную ставку, можно столкнуться с упущенной выгодой или с отрицательной реальной ставкой доходности в случае существенного ужесточения денежно-кредитной политики и (или) сильного роста инфляции. Рынок банковских депозитов развивается, и постепенно появляются предложения депозитов, процентная ставка по которым привязывается в основном к ставкам денежного рынка. Но таких предложений пока еще немного, и они наблюдаются в основном на ожиданиях смягчения денежно-кредитной политики, что выгодно банкам, но совсем невыгодно вкладчикам.

В случае же с облигациями соответствующие инструменты давно и широко распространены на рынке и пользуются популярностью у его участников. Так, инвесторы могут совместить принятие низкого кредитного риска с управлением процентным риском, а также с борьбой с инфляцией, совершая сделки с «флоатерами» и «линкерами» (соответственно). Для консервативных инвесторов указанные классы инструментов доступны как среди государственных облигаций (например, широко известные ОФЗ-ПК и ОФЗ-ИН), так и среди первоклассных корпоративных облигаций (в основном в части облигаций с переменным купоном).

«Дизайн» указанных облигаций имеет потенциал получения инвестором большего дохода относительно облигаций и традиционных банковских депозитов с фиксированным доходом, поскольку позволяет «снимать» с рынка растущую стоимость денег и (или) темп прироста инфляции, особенно в ситуациях их значительного роста, как это было, например, в 2022 году. И чем длительнее цикл жесткой монетарной политики и (или) высокой инфляции, тем более привлекательны указанные облигации.

Вместе с тем, применительно к текущей ситуации на российском финансовом рынке, когда ключевая ставка Банка России с конца 2023 года стабилизировалась, и участники рынка стали ожидать смягчения денежно-кредитной политики, традиционные банковские депозиты стали более привлекательными не только в сравнении с первоклассными облигациями с фиксированным доходом, но и относительно «фло-

атеров» и «линкеров», поскольку если ожидания оправдаются, и денежно-кредитная политика действительно начнет смягчаться, традиционные депозиты окажутся более эффективными и в управлении процентным риском, позволяя фиксировать на будущее текущую привлекательную доходность (как минимум, на 3-6 месяцев).

Кроме того, при применении ОФЗ-ПК и ОФЗ-ИН при управлении процентными рисками и рисками инфляции, даже в случае наличия у данных инструментов потенциала в определенных условиях на финансовом рынке, необходимо учитывать особенности определения доходности данных инструментов, предполагающие наличие временного лага в переносе стоимости денег (RUONIA) на купоны применительно к «флоатерам» и в переносе ИПЦ на номинал и купоны применительно к «линкерам» [7].

В результате преимущественная ориентация консервативных частных инвесторов на традиционные банковские депозиты в текущих условиях действительно себя оправдывает.

Биржевые фонды денежного рынка

Другой альтернативой банковским депозитам для консервативных частных инвесторов можно считать биржевые фонды денежного рынка, которые среди многих других биржевых фондов, в том числе фондов акций, наиболее близки к депозитам в системно значимых банках по уровню рисков, связанных с инвестициями (низкий уровень).

Как показал проведенный анализ соответствующих финансовых инструментов, представленных на денежном рынке Московской биржи [8], в настоящее время на бирже обращаются паи всего 7 таких фондов, но данный сегмент развивается, чему во многом способствует и жесткая денежно-кредитная политика, приводящая к росту стоимости денег. Сравнительный анализ фондов с учетом информации управляющих компаний, являющихся их операторами, приведен в таблице 3.

Таблица 3

Сравнительный анализ биржевых фондов денежного рынка на Московской бирже по данным управляющих компаний на 30.01.2024

№ п/п	Фонд	Тикер	Управляющая компания	Валюта	Стоимость чистых активов фонда, млн. руб.	Цена одного пая на закрытии торгов, руб.	Ликвидность (среднеднев. объем торгов в послед. 3 мес.), млн. руб.
1	Ликвидность	LQDT	АО ВИМ Инвестиции	RUB	124 568	1,3346	4 037
2	Сберегательный	SBMM	УК «Первая»	RUB	44 652	12,4335	861
3	Денежный рынок	AKMM	Альфа-Капитал	RUB	55 003	114,64	839
4	Накопительный в рублях	AMNR	Атон-менеджмент	RUB	277	100,47	132
5	Денежный рынок	TMON	Тинькофф Капитал	RUB	1 522	107,22	5
6	Ликвидность. Юань	CNYM	АО ВИМ Инвестиции	CNY	183	133,49	0,7
7	Сберегательный в юанях	SBCN	УК «Первая»	CNY	263	12,53	2,4

Источник: разработано автором.

С точки зрения рисков инвестиций в биржевые фонды денежного рынка необходимо отметить, что несмотря на формально более высокий кредитный риск в сравнении с депозитами (средства в биржевых фондах, в отличие от депозитов, не застрахованы государством), фонды управляются крупными известными на рынке компаниями. Например, крупнейший на рынке (по стоимости чистых активов (СЧА)) и самый ликвидный (по объему торгов) биржевой денежный фонд «Ликвидность» управляется компанией АО «ВИМ Инвестиции» (ранее – «ВТБ Капитал Управление активами»), а второй и третий по указанным показателям фонды управляются компаниями «Альфа-Капитал» и «Первая» (ранее – «Сбер Управление Активами»).

С точки зрения другого ключевого риска – риска ликвидности – его также можно считать достаточно низким, как минимум по крупнейшим фондам, поскольку стоимость паев соответствующих паев поддерживается на рынке, и объемы торгов достаточно высоки.

С точки же зрения доходности биржевые фонды денежного рынка имеют ряд существенных преимуществ как перед депозитами, так и перед облигациями, за счет механизма инвестирования управляющими компаниями привлекаемых в фонды средств и порядка изменения стоимости паев.

В частности, поскольку инвестиционная стратегия указанных фондов предполагает следование за ставкой денежного рынка RUSFAR посредством размещения привлеченных в фонды средств преимущественно в сделки обратного РЕПО, стоимость вложений растет с каждым днем приблизительно на величину ставки денежного рынка, пропорционально количеству дней инвестирования. В такой ситуации риск снижения стоимости вложений (купленных паев) крайне низок. Конечно, существуют риски, связанные с качеством управления фондом и прозрачностью соответствующих данных, но на практике крупнейшие операторы фондов придерживаются стратегии следования за ставкой RUSFAR, и стоимость вложений только увеличивается. Потенциальное влияние другого фактора, способного приводить к снижению стоимости пая – отрицательных ставок на денежном рынке – в России пока также ограничено.

При этом «порог входа» в позиции по биржевым фондам денежного рынка значительно ниже депозитов и облигаций – по всем рублевым фондам стоимость одного пая составляет всего около 100 руб., а по некоторым – до 20 руб.

Можно отметить и еще одно достоинство биржевых фондов денежного рынка для консервативных инвесторов, заключающееся в отсутствии у них ключевых недостатков банковских депозитов и облигаций, а именно риска потери дохода при изъятии суммы вложений и снижения стоимости самих вложений (для депозитов и облигаций соответственно). Такой «дизайн» биржевого фонда денежного рынка делает его привлекательным не только для защиты средств от инфляции в рамках стратегий консервативного инвестирования, но и для временной «парковки» средств на брокерских счетах в ожидании появления инвестиционных возможностей для инвесторов с более высоким риск-аппетитом.

Наиболее близким к фонду денежного рынка типом облигаций являются облигации с переменным купоном (ПК), доходность которых также следует за стоимостью денег. Но денежный фонд, в отличие от указанных облигаций, фактически не подвержен риску снижения рыночной цены пая. Хотя у фонда денежного рынка есть и недостатки в сравнении с облигациями с переменным купоном, в сравнении с данным типом финансовых инструментов фонд выглядит более привлекательным.

**Сравнительный анализ вложений в биржевые фонды денежного рынка
и в первоклассные облигации на Московской бирже**

Классы финансовых инструментов	Основные преимущества (+)	Основные недостатки (-)
Биржевые фонды денежного рынка	Крайне низкий риск снижения стоимости вложений (пая) и, как следствие, возможность временной «парковки» средств на брокерском счете; Возможность «снятия» с рынка текущей стоимости денег, а не по итогам купонного периода как в случае с облигациями с переменным купоном.	Зависимость от качества управления фондом со стороны управляющей компании (риск низкий, но существует); Зависимость от поддержания на бирже рыночной цены пая, близкой к его расчетной цене.
ОФЗ-ПК, субфедеральные облигации и корпоративные облигации с рейтингом не ниже «А-» с переменным купоном	Высокая рыночная ликвидность; Высочайшее кредитное качество.	Существенный риск снижения стоимости вложений (рыночной цены облигации); «Снятие» с рынка не текущей стоимости денег, а по итогам купонного периода.

Источник: разработано автором.

В таблице 4 в качестве примера приведен сравнительный анализ биржевых фондов денежного рынка с облигациями с переменным купоном со схожим уровнем кредитного риска.

В сравнении же с традиционными банковскими депозитами и облигациями с фиксированным доходом, биржевой фонд денежного рынка имеет тот же ключевой недостаток перед ними, что и облигации с переменным купоном — невозможность зафиксировать привлекательную доходность на будущее в ожидании смягчения денежно-кредитной политики.

В целом, как следует из обсуждения преимуществ и недостатков обращающихся на Московской бирже биржевых фондов денежного рынка, данный финансовый инструмент представляется привлекательным для консервативных инвесторов. Два их ключевых преимущества, а именно возможность закрытия позиций в любой момент без потери накопленного дохода и крайне низкий риск снижения стоимости вложений, на первый взгляд обуславливают очевидный выбор консервативных инвесторов в пользу фондов.

Вместе с тем, как и в случае с облигациями, несмотря на рост интереса частных инвесторов к фондам денежного рынка, ранее отмеченная в данной статье статистика Банка России в отношении динамики вложений на банковские депозиты свидетельствует о фактическом отсутствии у банковских депозитов достойных конкурентов для консервативных инвесторов в текущих условиях денежно-кредитной политики.

Частично данное обстоятельство, по мнению автора, можно объяснить недостаточной финансовой грамотностью населения, так как такие продукты как фонды денежного рынка, «флоатеры» и «линкеры» все же требуют наличия специальных знаний. Но главная причина преобладания депозитов над фондами денежного рынка все же кроется в других аспектах инвестирования.

Во-первых, как и в случае с облигациями, несмотря на все преимущества биржевых фондов денежного рынка, банковские депозиты в текущих условиях денежно-кредитной политики в России изначально обходят фонды по потенциалу конечной доходности вложений. Так, максимальные ставки по депозитам в системно значимых банках, фундаментом формирования которых является операционный коридор денежно-кредитной политики, находятся на уровне 16%, то есть близко к ключевой ставке Банка России. Доходность же по фондам денежного рынка в своей основе формируется за счет обеспеченных сделок обратного РЕПО на Московской бирже, доходность по которым на сроки до одной недели находится на уровне приблизительно на 50 базисных пунктов ниже ключевой ставки Банка России.

То есть уже в силу «дизайна» рассматриваемых инструментов, банковские депозиты в текущих условиях оказываются более привлекательны. Если к указанному обстоятельству добавить отмеченный ранее налоговый арбитраж (в пользу депозитов), возможное наличие комиссий при совершении сделок с паями фондов, а также ожидания смягчения денежно-кредитной политики, преимущества депозитов становятся еще более очевидны.

Единственным очевидным преимуществом биржевых фондов денежного рынка остается предоставляемая данным инструментом возможность временной «парковки» средств на брокерских счетах в ожидании появления привлекательных инвестиционных возможностей. Но данное преимущество релевантно не для консервативных инвесторов, а скорее для активного трейдинга и (или) инвестиций с более высоким уровнем риска.

Кроме того, целесообразность использования фондов сильно зависит от наличия и размера комиссий брокеров и управляющих компаний, и «парковка» будет иметь смысл только в случае отсутствия комиссий или их околонулевых значений. В частности, только различные комиссии управляющей компании, связанные с расходами по управлению фондом, варьируются от 0% до 0,6% от СЧА фонда по разным видам комиссий.

Например, по информации УК «Альфа-Капитал» [9], общий размер ежегодных комиссий по фонду денежного рынка составляет 0,6% от СЧА, из которых 0,2% приходится на вознаграждение управляющей компании, 0,1% — на вознаграждение специализированного депозитария и регистратора, 0,15% — на прочие расходы, при этом не взимаются комиссии при приобретении и погашении паев. У УК «Первая» в отношении фонда «Сберегательный» [10] общий размер ежегодных комиссий составляет до 0,4% от СЧА фонда, при этом предусмотрена возможность взимания комиссии при приобретении пая — до 1,5% от СЧА фонда.

Если не уделить необходимого внимания изучению комиссий, вполне может оказаться, что несколько дней потребуется только на выход в зону безубыточности от инвестиции в фонд денежного рынка, что может нивелировать саму идею временной «парковки» средств на брокерском счете с использованием паев фонда.

Выводы

Проведенное изучение имеющихся у российских частных инвесторов возможностей по консервативному инвестированию своих сбережений в текущих условиях жесткой денежно-кредитной политики продемонстрировал по-прежнему преобладание в России банковской модели финансового рынка. В частности, несмотря на наличие на отечественном биржевом рынке достаточно широкого круга инстру-

ментов с низким уровнем риска, сопоставимым с депозитами в системно значимых банках, они пока не могут составить депозитам достойную конкуренцию.

Сравнительный анализ преимуществ и недостатков вложений средств на традиционные банковские депозиты с фиксированной процентной ставкой в крупнейших банках страны с наиболее близкими к ним по уровню риска биржевыми инструментами, такими как федеральные и субфедеральные облигации, корпоративные облигации с высоким кредитным рейтингом и биржевые фонды денежного рынка, показал, что у соответствующих биржевых инструментов есть ряд преимуществ, выгодно отличающих их от депозитов, в том числе в части возможностей по управлению рыночными рисками и по использованию в инвестиционных стратегиях.

Тем не менее, наблюдаемый в настоящее время более высокий уровень доходности вложений в депозиты нивелирует многие отличительные достоинства их биржевых альтернатив, ограничивая приток частных инвестиций в соответствующие финансовые инструменты. В отношении облигаций также сказывается специфика ценообразования на данном сегменте рынка, отражающая не только стоимость денег, но и другие факторы, в том числе связанные с выполнением банковских нормативов, финансированием дефицита бюджета и др. В текущих условиях, по мнению автора, они вносят заметный вклад в более низкую доходность облигаций относительно депозитов. Более активный приток средств в фонды денежного рынка может сдерживаться и комиссиями, которые на краткосрочном временном отрезке могут лишить такое инвестирование экономического смысла, а также текущими ожиданиями смягчения денежно-кредитной политики.

Не менее важным фактором, по оценкам автора, является наличие налогового арбитража, вызванного более комфортным для частных инвесторов налогообложением доходов от банковских депозитов, заключающимся в исключении из налоговой базы суммы, равной произведению одного миллиона рублей на максимальную ключевую ставку Банка России из действовавших ставок на первое число каждого месяца в налоговом периоде. Сумма, исключаемая таким образом из налоговой базы, для многих инвесторов является ощутимой.

В сложившихся условиях сложно ожидать значительной переориентации консервативных частных инвесторов с банковских депозитов на инструменты биржевого рынка, поскольку более высокая потенциальная доходность альтернативных депозитам инвестиций будет неизбежно означать принятие инвесторами более высоких рисков, что уже вряд ли будет относиться к консервативным стратегиям.

Изменение данной ситуации, заключающейся в отсутствии в настоящее время у консервативных частных инвесторов экономически целесообразных альтернатив банковским депозитам, требует устранения налогового арбитража, например путем введения по облигациям аналогичного депозитам исключения из налоговой базы, а также проведения работы по расширению круга инвестиционных инструментов на биржевом рынке, ориентированных на консервативных инвесторов.

Литература

1. Банк России. Ключевая ставка Банка России. [Электронный ресурс]. URL: https://cbr.ru/hd_base/KeyRate/ (дата обращения: 20.03.2024).
2. Банк России. Финансовая стабильность. Обзор рисков финансовых рынков. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.cbr.ru/analytics/finstab/orfr/> (дата обращения: 21.03.2024).

3. Московская биржа. Индекс МосБиржи. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.moex.com/ru/index/IMOEX/technical> (дата обращения: 21.03.2024).
4. Банк России. Макроэкономическая статистика. Показатель сбережений сектора «Домашние хозяйства» по отдельным финансовым инструментам. [Электронный ресурс]. https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/households/pkshouse2022/ (дата обращения: 22.03.2024).
5. Smart-Lab. Котировки гособлигаций ОФЗ, Московская биржа. [Электронный ресурс]. <https://smart-lab.ru/q/ofz/> (дата обращения: 22.03.2024).
6. Маняхин Т.В. Индивидуальные инвестиционные счета как инструмент стимулирования частных инвестиций в России// Управленческий учет. — 2023. — № 3. — С. 401 — 414.
7. Минфин России. Выпуски государственных ценных бумаг Российской Федерации. [Электронный ресурс]. https://minfin.gov.ru/ru/performance/public_debt/internal/release (дата обращения: 23.03.2024).
8. Московская биржа. Биржевые фонды денежного рынка. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.moex.com/ru/moneyfunds> (дата обращения: 23.03.2024).
9. УК «Альфа-Капитал». Альфа-Капитал Денежный рынок. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.alfacapital.ru/disclosure/pifs/bpif-akmm/information-docs> (дата обращения: 24.03.2024).
10. УК «Первая». Фонд Сберегательный — SBMM. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.first-am.ru/individuals/etf/etf-sbmm/documents#tab-401> (дата обращения: 25.03.2024).