



ПРЕЗИДЕНТСКАЯ
АКАДЕМИЯ



ПРЕЗИДЕНТСКАЯ
АКАДЕМИЯ

Александр Абрамов

к.э.н., заведующий Лабораторией анализа институтов
и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС

Народные финансовые ОПЦИИ

ПОДДЕРЖАНИЕ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА В НЕПРОСТЫХ УСЛОВИЯХ ТРЕБУЕТ ПОИСКА ВНУТРЕННИХ РЕЗЕРВОВ ЕГО РОСТА

Александр Абрамов, к.э.н., заведующий Лабораторией анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС, объясняет Ирине Слюсаревой, что российский рынок находится лишь в начале пути серьезных преобразований; а также рассказывает, куда смещаются центры прибыли финансовых компаний.

Фотографии Павел Перов

— Александр, как можно охарактеризовать российский финансовый рынок на нынешнем этапе?

— Это развивающийся рынок — середнячок. Его полюсы: накопленный опыт работы за прошедшие 30 лет, присутствие крупных публичных компаний, входящих в состав мировых лидеров в той или иной сфере, наличие массы средних и малых компаний, которые могут прийти на рынок при поддержке этого процесса государством. В стране появились десятки миллионов частных инвесторов, была создана современная инфраструктура, в крупных компаниях активно применяются самые современные финансовые технологии. Финансовое регулирование и надзор находятся в руках сильного мегарегулятора.

Много позитивного делается в сфере государственного управления: например, проведение активной промышленной политики, реализации национальных проектов развития.

Однако наш рынок попал в уникально сложную ситуацию, из-за санкций он в значительной мере изолирован от глобального рынка. На внутренний рынок не поступают средства нерезидентов из недружественных стран, российские эмитенты не имеют возможности привлекать финансирование за рубежом. Это в значительной мере форс-мажорный фактор для развития.

Однако, кроме всего этого, присутствуют серьезные внутренние ограничения в сфере инвестиционного климата, слабой конкуренции,

избыточного финансового регулирования в одних сферах и недостаточного в других. Есть ограничения и в иных областях, которые мы могли бы исправить, чтобы ускорить развитие внутреннего финансового рынка. Все это можно назвать институциональными изменениями. В данном случае внешние ограничения могут играть роль стимулов развития, ставя перед внутренним рынком дилемму: превратится ли он в рудимент финансовой системы или

80% всего объема частных инвестиций делают инвесторы, составляющие меньше половины процента от общей инвесторской массы. Брокерские счета со стоимостью активов 6 и более млн рублей имеют всего 390 тысяч физических лиц.

Именно состоятельные инвесторы работают на рынке акций 2–3 эшелонов, для инвесторов с умеренными активами вложения в акции новых компаний остаются недоступными из-за высокого

личие от США или Китая, в России бигтех пока не сыграл значимой роли в качестве конкурента крупным банкам в сфере платежных и инвестиционно-финансовых услуг. В таких условиях люди сталкиваются с высокими тарифами платежных услуг, высокими комиссиями за управление активами. Им, как правило, навязывают финансовые продукты только тех финансовых организаций, в которых они открыли счета.

Наконец, несмотря на начало работы ПДС и ИИС-3, в стране пока так и не создано адекватной системы пенсионных накоплений и сбережений. Реформа обязательных пенсионных накоплений, которая началась в 2002 году, была тихо свернута в конце 2023 года.

Все это говорит о том, что у российского рынка есть огромный потенциал внутреннего развития, прежде всего за счет формирования и укрепления новых рыночных институтов, создания конкурентной среды, позволяющей более полно проявляться инициативам со стороны бизнеса. И, конечно, нужен качественно иной уровень раскрытия информации о эмитентах и ценных бумагах, инвестиционных фондах и НПФ. Необходимо научить население сравнивать выгоды от финансовых продуктов разных поставщиков, и только после этого принимать ответственные инвестиционные решения. Необходимо, чтобы каждый крупный брокер функционировал как финансовая платформа, предлагая клиентам формировать индивидуальные портфели из продуктов разных поставщиков.

И еще я мечтаю, что в будущем появятся финансовые экосистемы, работающие по принципу Netflix, то есть предоставляющие за абонентскую плату доступ на единую платформу

Необходимо научить население сравнивать выгоды от финансовых продуктов разных поставщиков... Необходимо, чтобы каждый крупный брокер функционировал как финансовая платформа, предлагая клиентам формировать индивидуальные портфели из продуктов разных поставщиков.

станет важным механизмом решения ключевых экономических и социальных проблем общества.

— Что это за институциональные изменения?

— Понимание институциональных изменений зависит от содержания ключевых внутренних ограничений, с которыми сталкивается финансовый рынок.

Рынок продолжает обсуждать слишком узкие сообщества эмитентов и инвесторов. На середину 2024 года капитализация 20 крупнейших ПАО составляла 73,9% всей капитализации. Вложения не только частных, но и большинства биржевых ПИФов смещены в сторону ограниченного круга эмитентов акций.

На брокерских счетах находится 9,4 трлн рублей активов частных инвесторов; 78,9% этого объема принадлежит всего 0,4% от общего числа инвесторов. Иными словами, почти

уровня рисков и невозможности диверсификации.

Даже в сфере коллективных инвестиций на закрытые ПИФы приходится 68,9% от общей стоимости всех типов фондов (12,9 трлн рублей из 18,8 трлн). Закрытые ПИФы обслуживают квалифицированных инвесторов, они не являются информационно прозрачными для общественности. Из-за недостаточности конкуренции и устаревших практик продаж паев коллективные инвестиции в России не играют той значимой роли в сбережениях, которую они обычно играют во многих развитых и развивающихся странах. Удельный вес открытых и биржевых ПИФов в ВВП за почти 30 лет их существования, как правило, не превышал 1% ВВП.

В сфере финансовых услуг доминирует очень узкий круг крупнейших финансовых посредников, прежде всего, в лице нескольких банков. В от-





поставщикам финансовых продуктов, финансовым посредникам и потребителям финансовых услуг. Особую роль в этом могли бы сыграть российские бигтех компании. Тот прогресс, который мы наблюдаем в конкуренции обычных маркетплейсов, рано или поздно распространится и на сферу продаж финансовых продуктов и оказания финансовых услуг.

Таким образом, изменение институтов означает создание условий для конкуренции и доступа на рынок новых компаний с новыми подходами к ока-

Изменение институтов означает создание условий для конкуренции и доступа на рынок новых компаний с новыми подходами к оказанию финансовых услуг, а также для повышения доступности финансовых услуг высокого качества с низкими издержками для широкого круга частных инвесторов с разным благосостоянием.

занию финансовых услуг, а также для повышения доступности финансовых услуг высокого качества с низкими издержками для широкого круга частных инвесторов с разным благосостоянием.

— В вашей коллективной монографии вы рассказываете о диверсификации и индивидуализации портфелей инвесторов. Преимущества диверсификации давно известны, сейчас действуют механизмы риск-профилирования клиентов. Что тут может быть нового?

— Теория Марковица о диверсификации портфеля остается в силе. Речь идет, главным образом, об особенностях ее применения. В частности, об оценке того, насколько результативно инвесторы пользуются диверсификацией. В современных исследованиях выявлено, что на длительных временных горизонтах лишь около 5% выпусков акций приносят инвесторам

основную часть совокупной доходности. При этом инвесторы заранее не могут угадать такие бумаги. Лишь широкая диверсификация может помочь инвестору поймать такие акции в свой портфель. Это существенное дополнение теории диверсификации Марковица.

Все это очень важно для российского рынка акций, где портфели частных и институциональных инвесторов смещены в сторону ограниченного круга голубых фишек. Как минимум, нужен серьезный сдвиг в сторону

большой диверсификации индивидуальных портфелей. Такие портфели часто привязаны к индексам. Поэтому нужны новые, более диверсифицированные индексы: например, фундаментальные индексы, привязанные к той или иной стратегии факторного инвестирования. Нужны факторные стратегии, предполагающие классификацию акций по тому или иному количественному показателю. Наши расчеты показывают, что большинство факторных стратегий, состоящих из 40–50 выпусков акций, стабильно переигрывают наиболее популярные индексы МосБиржи. Это эффекты лучшей диверсификации.

Индивидуализация, или персонализация, портфелей — это не только учет риск-профиля инвестора, но и более фундаментальные изменения модели оказания финансовых услуг.

В условиях конкуренции и массового снижения комиссий за управление биржевые и отчасти открытые инвестиционные фонды все больше используют простые и пассивные стратегии, превращающие их в строительный материал для формирования индивидуальных портфелей инвесторов. Изменяются запросы и самих инвесторов, которые теперь не стремятся покупать сложные и непрозрачные портфели открытых фондов, а предпочитают формировать свой индивидуальный портфель из наборов биржевых фондов с простыми стратегиями. Современные технологии (например, услуги робо-эдвайзеров) позволяют существенно упростить задачу формирования и реструктуризации таких индивидуальных портфелей. Соответственно повышается спрос инвесторов на услуги инвестиционных консультантов и сервисов, помогающих сравнивать и отбирать в индивидуальный портфель финансовые продукты разных поставщиков. Именно на такую модель оказания финансовых услуг сегодня вынужден переключаться, например, американский брокер Robinhood, который раньше ориентировал своих клиентов только на прямые покупки акций, криптовалюты и опционов.

То есть, речь идет о фундаментальных изменениях в портфельном управлении и услугах брокеров. Это реальный процесс, идущий во многих странах мира.

— Что вы думаете о проблеме повышения капитализации российских компаний до 2030 года?

— Важно и правильно то, что не только бизнес, но и государство поставили перед собой амбициозные цели по повышению капитализации российских ПАО. По нашим эмпирическим оценкам, публичные компании обладают более

высокой производительностью, чем информационно закрытые компании и непубличные бизнес-группы. Поэтому расширение круга публичных компаний — значимый процесс для экономического роста, независимо от объема денег, привлекаемых непосредственно через механизм IPO.

Понятно и другое. Потенциально на отечественном рынке пока нет таких внутренних ресурсов, чтобы увеличить капитализацию с нынешних 50 трлн рублей до, например, 180 трлн рублей к 2030 году. Сегодня, как

на рынок новых компаний могут принести зримые экономические эффекты. Дорогу осилит идущий.

— **Какие методы роста внутренних сбережений может предложить наука?**

— За последние годы в этой области сделано много позитивного, заработали ПДС и ИИС-3, финансовые регуляторы конструктивно взаимодействуют с профессиональным сообществом в направлении улучшения данных программ.

Но ряд важных вызовов в социальной сфере остается. Несмотря на

К сожалению, ПДС не решает эти проблемы в полной мере. Особенно для граждан, не имеющих сбережений, и граждан с доходами выше среднего уровня. Упрощенно говоря, ПДС позволяет гражданам с доходами до 150 тысяч рублей в месяц разместить средства в НПФ, получив (благодаря софинансированию государством) среднюю (не гарантируемую) доходность 12–15% годовых и накопить за 15 лет 1,7–2,5 млн рублей. Это сумма достаточна для покупки не самого дорогого автомобиля, ремонта квартиры, оплаты образовательных услуг, начального взноса по ипотеке, но недостаточна для полноценной пенсии. Но даже для оплаты перечисленных приобретений по итогам договора по ПДС участник не всегда сможет сразу снять указанную сумму со счета. Формально ПДС не является пенсионной программой, но почему-то механизм использования накопленных подстраивается под пенсионные выплаты.

Кроме того, в данной программе смогут участвовать лишь 15–20% рабочей силы, остальные участники не смогут воспользоваться предусмотренными государственными льготами по НДФЛ просто из-за отсутствия средств, достаточных для участия в программе.

По этим причинам ПДС вряд ли является полной альтернативой корпоративной пенсии. Необходимо создавать привлекательные для граждан и работодателей накопительные пенсионные планы. Наука в данном случае может помочь обобщить передовой зарубежный опыт в решении данной проблемы.

Интересный опыт уже есть. Он говорит о том, что новые накопительные пенсионные планы должны опираться на автоподписку или обязательные социальные взносы. Причем с кругом охвата не менее 70% рабочей силы. Участники с разным риск-

Отдельная тема для обсуждения — наличие единой государственной цифровой платформы для администрирования пенсионных счетов. Наиболее наглядным примером работы такой системы является новый корпоративный пенсионный план, который с 1 января 2025 года начнет работу в Ирландии.

мне кажется, никто не знает, откуда у инвесторов могут появиться новые деньги в таком объеме. По нашим расчетам, реализация Программы долгосрочных сбережений может дополнительно принести на рынок акций около 0,5 трлн рублей. За четыре года, предшествовавших сложному 2024-му, частные инвесторы в среднем за год приносили на рынок акций 315 млрд рублей, в открытые и биржевые ПИФы акций — около 50 млрд рублей. Суммарно получается, что все вместе указанные частные и институциональные инвесторы приведут на рынок акций за 6 лет 2,8–3,0 трлн рублей новых средств. Этого вряд ли хватит для роста капитализации на 130 трлн рублей. Вряд ли хватит даже суммы в 10 раз больше.

Наличие этих сложностей не означает, что не надо стремиться достигать данный ключевой ориентир, поставленный в национальном проекте. В любом случае меры по стимулированию выхода

ускоренный рост реальных доходов населения и на принимаемые с 2022 года меры по социальной поддержке семей с детьми и других категорий граждан, уровень неравенства в доходах россиян продолжает расти. Самой пострадавшей в доходах категорией стали пенсионеры, рост государственной пенсии существенно отстает от роста заработной платы. Соотношение средних размеров пенсии и зарплаты у нас снизилось с 35,2% в 2015 году до 26,4% в 2023 году. И, вероятно, будет еще ниже по результатам 2024 года.

По данным опросов, примерно 65% граждан говорят о том, что у них нет средств для сбережений. При этом накопительная пенсия с 1 января 2024 года была отменена. В отличие от большинства пенсионных систем в мире, в России практически отсутствует второй уровень пенсионной системы (корпоративная пенсия), а 3-й уровень (индивидуальные пенсионные планы) непопулярен.

профилем должны иметь право выбора портфеля из 3-5 предложенных, пенсионные фонды работают в форме линейки паевых фондов (имущественных комплексов, разделенных на доли или паи) под управлением крупных управляющих компаний. Здесь активно применяются стратегии жизненного цикла, фонды должны быть прозрачными, крупными и с пассивными стратегиями управления.

Отдельная тема для обсуждения — наличие единой государственной цифровой платформы для администрирования пенсионных счетов. Наиболее наглядным примером работы такой системы является новый корпоративный пенсионный план, который с 1 января 2025 года начнет работу в Ирландии.

— **Что происходит с рынком IPO-SPO?**

— Думаю, что это один из наиболее перспективных сегментов российского рынка. В этом сегменте конструктивно работают регулирующие органы, участники рынка, эмитенты. Там идет активное движение, которого прежде не наблюдалось. Это радует.

Не думаю, что IPO-SPO является мощным инструментом привлечения денег в экономику. Ни в России, ни вообще в любой другой стране мира. Для отдельных компаний — да. Но, как правило, такие сделки существенно уступают по масштабам кредитам, облигациям и самофинансированию компаний.

В 2012–2022 годах за 10 лет средняя сумма средств, ежегодно привлекаемых через механизм IPO в мире, составляла всего 3,1% от среднегодового размера капитализации компаний. В России этот показатель и вовсе был равен 0,2%. В случае с IPO важны не столько сами средства, сколько выход компании в статус публичной. Мы, экономисты, считаем, что публичные компании наиболее эффективны. В России на них приходится 50% ВВП, в Соединенных Штатах — около 30%.

В том числе потому, что ПАО могут использовать более широкий круг источников финансирования своей деятельности.

Чем больше таких компаний, тем лучше работает экономика, тем более эффективны сами компании. В этом плане IPO является своего рода входом в клуб чемпионов. А вот возможность рынка IPO помочь решить задачу утращения капитализации оцениваю осторожно. Мы в Лаборатории собрали подробную статистику сделок IPO-SPO с 1996 по 2024 год (количество размещений, их объемы и другие параметры).

В среднем в год в России проводилось около 8 IPO со средним размером сделки около 500 млн долларов. Это достаточно много. Если бы такой темп сохранился на ближайшие 6 лет, то, по нашим расчетам, мы могли бы получить 14–15 трлн рублей дополнительной капитализации к 2030 году. Этого недостаточно, чтобы решить задачу утращения капитализации.

Это скорее дополнительный, но не главный путь решения.

И важно наблюдать за параметрами сделок.

— **Почему важно?**

— Недооценка, то есть, разница между ценой закрытия 1-го торгового дня и ценой размещения является важным индикатором успешности IPO. Многие считают недооценку спекулятивным фактором. А на самом деле это премия, которую эмитент оставляет инвесторам для того, чтобы формировать их лояльность и компенсировать риски недостаточности информации. В среднем в мире недооценка составляет 15–20%, а в России около 5% до 2023 года. Это мало.

Это означает, что российский эмитент не делится премией с инвесторами. В 2023 году сумма была выше, около 15%, а в 2024 снова упала до 3%. То есть, даже в новой волне сделок IPO начали проявляться прежние проблемы игно-

рирования эмитентами интересов инвесторов.

Надо все считать: долгосрочную доходность, недооценку. И по этим параметрам судить об успешности процесса. Пока, если считать в среднем по сделкам за 22–24 годы, то недооценка выше, чем до того. Плюс избыточная доходность по сравнению с индексом тоже положительная и гораздо выше, чем было в предшествующий исторический период.

— **Значит, размещения не решат задачу утращения капитализации. А что же тогда ее решает?**

— Мне кажется, Минфин нашел ответ на этот вопрос. Проблему поможет решить преодоление дисконта в оценке российских компаний. Отечественный бизнес производит хорошую прибыль, платит высокие дивиденды. Он входил в число мировых лидеров по дивидендной доходности. Но для цен акций отечественных компаний существует устойчивый дисконт. Показатели PE и P/BV у них всегда были ниже, чем у конкурентов.

— **Сколько живу на свете, столько слышу о том, что российские компании недооценены.**

— Абсолютно так! В этом-то и состоит проблема. Это уже хроническое заболевание, и для его лечения нужны экстраординарные меры. Сомнительно, что можно их реализовать сейчас, когда компаниям трудно рассчитывать на спрос со стороны нерезидентов. Избавление от дисконта — хорошая и разумная идея. Но в нынешней ситуации это будет крайне сложно достичь. Повторюсь, пока не решена проблема дополнительного спроса на акции российских ПАО со стороны инвесторов.

В целом не думаю, что капитализация имеет принципиальное значение. Это все-таки не количество высокопроизводительных рабочих мест, не показатель факторной производительности. Мне кажется, что с точки зрения интересов инвесто-

ров гораздо более важным является показатель совокупной доходности акционеров (total shareholder return, TSR). Для акционеров максимизация этой величины является приоритетом. Сопровождается ли рост TSR ростом капитализации — это отчасти философский вопрос.

Нет какой-либо определенной стратегии роста капитализации. Казалось бы, самое простое решение в виде

Фонды жизненного цикла упрощают для частных инвесторов управление их активами в зависимости от возраста, склонности к рискам и специфики личных финансовых целей. Они также позволяют повысить доходность инвестирования и более осмысленно управлять рисками.

повышения дивидендной доходности вовсе не означает, что это будет способствовать росту стоимости компании. По нашим расчетам, российские компании, имеющие наивысшую дивидендную доходность, имеют самые слабые результаты по росту капитализации. Через дивиденды извлекается часть чистой прибыли, которая могла бы идти на развитие.

В теории модель Модильяни-Миллера говорит, что неважно, как компания распределяет свою чистую прибыль. Стоимость компании определяется чистой прибылью, а не ее распределением на дивиденды и инвестиции. И мне кажется, что российская эмпирика это четко подтверждает.

В конечном итоге, чем больше компания генерирует дохода, тем быстрее растет и ее капитализация.

— Конкуренция на рынке финансовых услуг. Могут ли здесь быть интересные практические решения?

— Недавно один из замминистров МЭР на конференции в ВШЭ высказал

интересную мысль о том, что основные меры борьбы за конкуренцию у нас сводятся не к системным решениям, а к выявлению тех или иных монопольных сговоров на рынке. Если перейти от экономики к финансовому рынку, то мне кажется, что на нем конкуренция тоже развита очень слабо. Мы видим здесь высокий уровень развития финансовых технологий, это так. Но если оценить стоимость услуг

(например, денежных переводов), величину комиссий (например, управляющих компаний), массу других издержек — они очень высоки сравнительно с мировыми.

Много вопросов и относительно качества услуг, их линейки и доступности. Россия серьезно отстает от любого крупного рынка по таким критериям, как возможность приобретения с одного счета продуктов разных поставщиков. На рынке до сих пор нет независимых робоэдвайзеров.

Мне кажется, что мог бы быть очень востребованным сервис подбора в портфель инвестора паев разных ПИФов. На этой услуге выросли такие компании, как Acorns, Betterment, Wealthfront.

У нас нет многих инструментов управления денежными средствами для частных клиентов из числа тех, которые есть на западных рынках.

— Есть же фонды денежного рынка.

— Да, но возможностей может быть гораздо больше. С помощью разных инструментов управления денежными

средствами можно отчасти стимулировать вложения средств не только на краткосрочном рынке РЕПО, но и в облигации и даже акции.

— А какие могли бы существовать инструменты денежного рынка?

— Например, в Великобритании есть Investment saving accounts (ISAs). Многие считают, что российские ИИС в значительной степени похожи на ISAs. Однако оригинал несколько более совершенный. Для взносов на ISAs нет налогового вычета, для владельцев таких счетов есть только льгота по инвестиционному доходу. При ее применении не устанавливается никакого минимального срока хранения активов на счете. При этом, естественно, действует ограничение на предельную сумму взносов на счет за год. Для владельцев счетов все предельно упрощается: сколько заработал на инвестиционном доходе, столько и получил. И никаких документов по указанным счетам в налоговую инспекцию направлять не нужно. Финансовый рынок у нас еще долго будет оставаться волатильным и нестабильным, что делает востребованными краткосрочные и среднесрочные сбережения, поэтому такой продукт, как классические ISAs, здесь был бы очень востребованным.

Есть другой интересный опыт в США, где у брокеров и фирм-инвестиционных консультантов, включая финтех компании, для клиентов открываются так называемые счета денежного управления, Cash management accounts (CMAs). Указанные финансовые организации (например, Robinhood, Fidelity, SoFi, Acorns и другие) открывают такие счета клиентам. Средства клиентов на CMAs объединяются брокером в единый пул и передаются в депозит крупному надежному банку или даже нескольким банкам. Банки платят по таким крупным депозитам повышенные проценты,





которые брокер ретранслирует своим клиентам. За счет низких издержек и более высоких ставок по депозитам в банках брокер выплачивает клиентам более высокий процент по СМА, чем по классическим депозитам. Средства на СМА застрахованы в Federal Deposit Insurance Corporation на сумму до 250 тысяч долл. Более того, если брокер размещает собранные от клиентов депозиты, например, сразу в 4-х банках, то сумма гарантий по СМА его клиентам умножается на 4 и увеличивается до 1 млн долл.

Помимо СМА, многие небанковские финансовые организации, включая перечисленные, могут выпускать для

клиентов платежные карточки, дающие возможность совершать денежные расчеты и снимать наличные в банкоматах. Для такого сервиса нужен доступ брокера, уполномоченного клиентом, к счету данного клиента в банке, то есть доступ брокера к АРІ банка. Данная схема у нас тоже де-факто не работает, потому что ставит брокеров в зависимость от согласия банка, независимо от воли владельца банковского счета.

Создание условий для появления аналогов СМА у небанковских финансовых организаций, обслуживающих клиентов, а также для безусловного доступа уполномоченных клиентами посредников к банковским счетам клиентов — это

конкретные меры по созданию конкурентной среды в финансовом секторе экономики.

— Но кого заинтересуют такие продукты сейчас, если по депозиту предлагают 20-22%?

— Мне кажется, людям просто надо дать возможность использовать альтернативы. Дальше они сами выберут. Чтобы развивать рынок в условиях внешних ограничений, необходимо дать населению возможность использовать лучшие мировые и отечественные практики и финансовые технологии, позволяющие сделать рынок доступнее, дешевле и привлекательнее для людей, независи-

мо от их финансового благосостояния. Здесь у нас очень много резервов.

— А человеку не придется получать степень доктора инвестиционных наук, чтобы работать с подобными инструментами?

— Абсолютно нет. Пользоваться инструментами, которые я упоминал, как правило, очень просто. Счетами Investment saving accounts пользуется 60–80% населения консервативной Британии! Плюс к этому такой счет можно открыть на ребенка, начиная с 14 лет. Это очень простой и эффективный путь. В идеале мы должны стремиться к тому, чтобы люди приобретали финансовые продукты так же легко, как они это делают с обычными товарами на маркетплейсах. Только требования к их поставщикам и раскрытию информации должны быть более строгими.

— Какие портфельные стратегии могут быть интересны для частных инвесторов? В чем преимущества факторных стратегий?

— В сфере портфельного управления я бы выделил три очень важные, но пока недостаточно применяемых у нас опции: факторное инвестирование, фонды жизненного цикла и ESG-инвестирование.

Факторные стратегии — это, как правило, пассивные портфели, пересматриваемые раз в год, отбор акций и облигаций в которые осуществляется по тому или иному показателю, характеризующему эмитентов или выпускаемые ими ценные бумаги. Например, классификация акций по критерию стоимость-рост осуществляется по мультипликатору Price/Book Value, по критерию ликвидности (объему торгов), размеру (капитализации) и так далее. На ресурсе нашей лаборатории в ИПЭИ РАНХиГС (<https://www.aea.ru/SARM-RU.html>) мы раскрываем методику и файлы с историей ежемесячной курсовой и общей доходности 8 факторов по акциям (широкого портфеля, стоимости, размера компании, ликвид-

ности акций, момента, рыночной оценки, дивидендной доходности и акций компаний с разной формой собственности). Другая база данных там же раскрывает факторы по корпоративным облигациям (<https://www.aea.ru/camp-ru-bonds.html>).

Преимущества факторных стратегий на рынке акций заключаются в следующем. Они помогают существенно повысить доходность основной массы инвесторов по сравнению с популярными фондовыми индексами, например, индексом Московской биржи — полная доходность. Это достигается за счет не эффекта игры с нулевой суммой (где победители отбирают доходность у проигравших), а путем увеличения общего уровня доходности инвесторов за счет более широкой диверсификации, то есть более равномерного распределения вложений между акциями разных эшелонов. Проблема действующих биржевых индексов акций заключается в их смещенности в пользу ограниченного круга эмитентов. Факторные портфели, состоящие из 40–50 эмитентов, отобранных по указанным выше критериям, могут стать действенным инструментом для более активного участия самого широкого круга инвесторов в росте акций второго и третьего эшелонов с ограниченными за счет диверсификации рисками. Факторные портфели, которые по-разному ведут себя на разных стадиях жизненного цикла, могут быть дополнительно интересны инвесторам, стремящимся использовать указанные эффекты. Это лишь некоторые позитивные эффекты от факторных стратегий.

Фонды жизненного цикла упрощают для частных инвесторов управление их активами в зависимости от возраста, склонности к рискам и специфики личных финансовых целей. Они также позволяют повысить доходность инве-

стирования и более осмысленно управлять рисками. Кроме того, во многих странах мира такие фонды являются идеальным решением для размещения пенсионных накоплений «молчунов», то есть участников пенсионных программ, не готовых самостоятельно принимать решения по составу своего персонального портфеля.

Большие перспективы, по моему мнению, имеет ESG – инвестирование. Только эффекты для инвесторов здесь будут проявляться в более долгосрочной перспективе. ESG стратегии компаний означают повышение общего уровня корпоративного управления бизнеса и его переориентацию на стратегии устойчивого развития, отдача от которых будет проявляться лишь со временем. В инвестиционной сфере сейчас надо налаживать систему мониторинга за эффективностью ESG рейтингов, ESG – проектов, искать лучшие практики, приносящие инвесторам дополнительную доходность.

Не только в портфельном управлении, но и во многих других сферах, которые мы обсуждаем, надо искать интересные решения, внимательно изучая лучшие практики, слушая то, что говорят научные знания. Думаю, мы стоим на пороге крупных перемен в финансовой сфере, которые позволят сделать наши проекты и мечты реальностью. В мире инвестиций, как правило, побеждают новаторы и оптимисты. ■

Благодарим Пресс-службу РАНХиГС за помощь в организации и проведении фотосъемок.