

# Финансовое поведение состоятельных москвичей: анатомия доверия

Кузина О.Е. (ГУ ВШЭ, к.э.н.)<sup>1</sup>

## Постановка проблемы

Сколько и почему люди сберегают или одалживают? Чем определяется уровень персональных и агрегированных сбережений? Как домохозяйства формируют портфель активов и пассивов? Каким образом они ищут, получают и реагируют на информацию о возможностях финансового рынка? Какие факторы определяют стратегии домохозяйств в финансовой сфере, насколько эти стратегии устойчивы во времени?

Ответы на эти и другие связанные с ними вопросы можно найти в экономической теории. Неоклассические экономические модели сберегательного поведения: теория жизненного цикла и теория перманентного дохода, сформулированные в середине прошлого века, являются и в наше время наиболее распространенным способом рассуждения экономистов о закономерностях сберегательного поведения людей.

Каким образом принимаются решения о сбережениях с точки зрения экономистов? Неоклассические модели исходят из предпосылки о рациональности индивидов, которые в основной своей массе стараются поддерживать относительно неизменным тот уровень жизни, который считают для себя приемлемым, исходя из общего объема располагаемых ресурсов семьи, несмотря на взлеты и падения доходов от месяца к месяцу или от года к году.

Стабильность приемлемого уровня жизни в условиях нестабильности уровня доходов, или «сглаживание предельной полезности потребления», обеспечивается за счет использования сбережений. Имея представление о том, какой уровень дохода является нормальным, домохозяйства в периоды относительно высоких текущих доходов откладывают излишки дохода в сбережения, а в периоды относительно низких тратят накопленное или одалживают. Например, в модели жизненного цикла предполагается, что индивиды сглаживают предельную полезность своего потребления на протяжении времени путем аккумуляции ресурсов в периоды высоких доходов (в основном на пике трудовой деятельности) для поддержания потребления в периоды низких доходов, в основном, после выхода на пенсию. Согласно данной модели сбережения индивидов должны быть положительны для тех, кто находится в зените своей профессиональной карьеры и отрицательны - для молодых и пожилых.

Идея выравнивания потребления с помощью сбережений основывается на предположении о естественности и универсальности желания людей обеспечить достаточный уровень потребления в периоды, когда текущие доходы оказываются недостаточными для покрытия текущих расходов. Универсальность данной мотивации дает основание говорить о возможности использования данной модели в переходных экономиках. Однако в противовес этой предпосылке эмпирические работы, в которых ставилась задача по выявлению «стилизированных фактов» сберегательного поведения домохозяйств в переходных экономиках, обнаружили тенденции, противоречащие как

---

<sup>1</sup> Публикация подготовлена на основе аналитического отчета по результатам исследования «Потенциальные пайщики инвестиционных фондов: факторы инвестиционной активности», выполненного Исследовательской группой ЦИРКОН по заказу управляющей компании «Конкордия - Эссет Менеджмент» в августе 2004 г.

теоретическим представлениям, так и эмпирическим фактам, наблюдаемым в странах с развитой рыночной экономикой<sup>2</sup>. Несмотря на высокие показатели сбережений в макро статистике России<sup>3</sup>, исследования поведения домохозяйств, базирующиеся на данных опросов населения, неизменно выявляют отсутствие сбережений, как текущих, так и накопленных, у большинства россиян. Данные свидетельствуют о том, что большинство населения России не делает сбережений вообще (ни положительных, ни отрицательных), то есть не использует сбережения в качестве инструмента, сглаживающего потребление на протяжении своего жизненного цикла. Возникает вопрос о том, с чем связаны данные отклонения. Неужели россияне не рациональны и не думают о своем будущем?

Парадокс можно объяснить, поставив под сомнение достоверность данных о доходах и сбережениях россиян. В условиях широкого распространения теневой занятости и теневых доходов, а также сбережений в наличной форме, данные, собираемые в ходе опросов населения, могут оказаться в сильной степени заниженными в силу нежелания людей раскрывать эти сведения из-за угрозы безопасности. Информация может попасть в налоговые органы или стать достоянием грабителей. Если это так, то загадка сберегательного поведения россиян решается просто: сбережения на деле есть, а их отсутствие является артефактом опросного метода сбора данных. Однако при сравнении данных, полученных различными социологическими центрами, с использованием различных методик по повышению достоверности получаемой в ходе опроса информации, использование гипотетических ситуаций для выбора между потреблением и сбережением, снижающих сензитивность вопросов о доходах и сбережениях, оставляет неизменным вывод о том, что большинство россиян не склонно делать сбережения.

Возможно, в том, что россияне не сберегают, виноваты их доходы, низкий уровень которых не позволяет делать сбережения основной массе домохозяйств. И у этого предположения есть основания быть верным. Хотя понятие бедности является относительным и в зависимости от его определения к бедным в России можно отнести от 7% до 70% населения. По данным Госкомстата в 2003 году численность бедных, то есть тех, чьи подушевые доходы оказались меньше прожиточного минимума, составила около 20% населения. Совсем нищими являются около 10% населения, они плохо питаются, не имеют нормального жилья, не имеют возможности нормально проводить досуг и отдыхать, живут с ощущением полной безысходности, невозможности что-либо изменить в своей жизни. Бедность россиян – один из факторов сократившейся продолжительности жизни. Тем не менее, большая часть населения России не относится к категории бедных, и поэтому объяснить низкий уровень сбережений этим фактором также затруднительно. Более того, рост реальных денежных доходов населения, который наблюдался в последние годы, не сопровождался адекватным ростом финансовой активности населения, несмотря на рост доходов, по данным РМЭЗ доля домохозяйств, живущих на доход, в 2002 году осталась неизменной и составила около 60% населения.

Наконец, недостаток сберегателей и сбережений в условиях, когда существуют возможности для сберегательной активности, можно объяснить отсутствием доступных и приемлемых сберегательных инструментов на финансовом рынке. Не имеет смысла

---

<sup>2</sup> Denizer C, Wolf H.C. Household Savings in Transition Economies, NBER working paper 6457, March 1998, 3-12; Gregory P., Mokhtari M. & Schrettl W, Do Russians Really Save That Much -- Alternate Estimates from the Russian Longitudinal Monitoring Survey. The Review of Economics and Statistics, November 1999, 81 (4), p. 699.

<sup>3</sup> В первой половине 1990-х годов Госкомстат оценивал норму сбережений населения в 20-25% от текущего дохода

делать сбережения, если имеющиеся финансовые инструменты не позволяют сохранять отложенные средства, связаны с высокими рисками полной или частичной потери накоплений. На наш взгляд, именно этот фактор в настоящее время является решающим в объяснении «нерационального» с точки зрения неоклассических экономических моделей поведения россиян, поэтому именно он оказался в центре внимания в данном исследовании.

## **Характеристика исследования**

### **Основная цель, предмет и метод исследования**

Основная цель данной работы – выявление того, как люди, имеющие свободные средства и опыт финансовых вложений, оценивают состояние финансового рынка в целом и по отдельным инструментам, каким видят оптимальный портфель активов, испытывают ли потребность в изменении своих финансовых стратегий, где и как собирают информацию, к чьему мнению прислушиваются, и на что обращают внимание при принятии решений о вложении средств.

Поскольку нас интересовал опыт и рекомендации людей, имеющих свободные денежные средства и желание их сохранить или приумножить, то в качестве объекта исследования нами были выбраны жители Москвы, имеющие возможность вложить единовременно не менее 150 000 руб. Предметом исследования стало финансовое поведение и такие его характеристики, как

1. инвестиционный опыт, текущий инвестиционный портфель, характеристики текущей инвестиционной активности;
2. информированность о современных финансовых инструментах и критерии их оценки;
3. представления о московском рынке недвижимости и его перспективах, развитии ипотечного кредитования;
4. основные мотивы выбора между вложением на финансовом рынке, инвестициями в собственный бизнес и потреблением;
5. рецепты инвестирования, выработанные на основе имеющегося опыта;
6. представления о прибыльности, надежности и ликвидности финансовых инструментов;
7. источники информации и степень доверия им;
8. потенциальная готовность к инвестированию средств в новые финансовые инструменты и образ «идеального» финансового инструмента.

Сбор данных осуществлялся методом индивидуальных фокусированных интервью, для валидации полученных результатов использовались количественные данные Фонда «Общественное мнение».

### **Описание выборочной совокупности**

Исследование проходило в июле-августе 2004 года. В нем приняли участие 33 респондента. Две трети - мужчины, средний возраст респондентов в выборке – около 40 лет.

Фокусированные индивидуальные интервью проводились с:

- пайщиками ПИФов;

- активными игроками фондового рынка из разряда мелких частных инвесторов (фондовые центры, биржи);
- частными инвесторами, физическими лицами, владельцами объектов недвижимости в Москве, сдаваемых в аренду или купленных с целью получения прибыли от роста рыночной стоимости данного актива;
- вкладчиками банков, имеющих сравнительно крупные (свыше 6 тыс. долл.) накопительные вклады;

В выборку не попали люди, имеющие высокий доход, но не обладающие никаким опытом финансовой активности, так как нас интересовала оценка различных сберегательных инструментов со стороны тех, кто ими пользовался.

По профессиональному статусу респонденты в выборочной совокупности представляют собой:

- сотрудников риэлторских и финансово-инвестиционных строительных компаний,
- преподавателей и администраторов экономических факультетов ведущих вузов,
- владельцев небольших (до 50 наемных работников) частных предприятий сферы торговли и услуг,
- менеджеров среднего и высшего уровня крупных частных компаний.

Некоторые респонденты живут и работают в Москве, но не имеют московской прописки.

## **Методология анализа**

Поскольку в качественном исследовании размер выборочной совокупности не позволяет исследователю выявлять и тестировать статистические гипотезы о наличии и взаимосвязи тех или иных признаков между собой, выборка не случайна, и параметры генеральной совокупности не известны, мы не ставили задачи количественного анализа выборочной совокупности. Например, в нашем случае, не имело смысла описывать выборочную совокупность с точки зрения ее основных характеристик и предпочтений, или связывать эти предпочтения с теми или иными характеристиками на основании полученных совместных распределений признаков.

Основанием для выводов в настоящем исследовании являются данные о том, каким образом люди, имеющие свободные средства, оценивают состояние рынка финансовых инструментов, какими видят свои портфели активов, испытывают ли они потребность в изменении прежних финансовых стратегий, к чьему мнению прислушиваются, и на что обращают внимание при принятии решений о вложении средств. Нас интересовала именно интерпретация сложившейся ситуации в свете их собственного финансового опыта.

В нашем анализе мы исходили из предпосылки о том, что человек действует в зависимости от того, как он интерпретирует ситуацию. Понимание мотивов является основой для прогнозирования будущего поведения. Поэтому мы рассматриваем все многообразие интерпретаций, которые люди воспроизвели в разговоре с интервьюерами, не давая точных оценок их количественной распространенности, а фокусируя внимание на особенностях мотивационной структуры.

## Результаты исследования

### Общая характеристика финансового рынка для мелкого вкладчика, возможности и угрозы

Большинство респондентов согласилось с мнением о том, что в настоящий момент практически нет возможности удачно вложить деньги на финансовом рынке для мелкого вкладчика.

Набор существующих финансовых инструментов включает такие варианты как

- наличные рубли,
- наличные доллары или евро,
- рублевые или долларовые вклады в Сбербанк,
- рублевые или долларовые вклады в коммерческие банки,
- государственные и корпоративные ценные бумаги,
- акции предприятий,
- паевые инвестиционные фонды и общие фонды банковского управления,
- индивидуальное доверительное управление
- недвижимость.

Однако на деле он становится короче, поскольку за исключением наличных денег и банковских вкладов, остальные инструменты имеют высокие входные барьеры, которые либо связаны с минимальным размером инвестиций (как в случае с ПИФаами, ОФБУ или доверительным управлением), либо с необходимостью иметь дополнительные знания, время и опыт работы в данной сфере (самостоятельная покупка акций, ценных бумаг), либо и с тем, и с другим одновременно (недвижимость).

Из оставшихся доступных средств наиболее доходным инструментом являются срочные вклады в коммерческих банках, однако в связи с июльским кризисом в настоящий момент присутствует высокий уровень недоверия большинству из них, за исключением иностранных банков. Основным недостатком коммерческих банков является непрозрачность их деятельности

Считающиеся наиболее надежными из всех перечисленных выше форм вложений вклады в Сбербанк недостаточно прибыльны, в них нельзя приумножить вложенные средства, в лучшем случае можно только сохранить с минимальными потерями (от снижения покупательной стоимости денег в результате инфляции). Сбербанк неудобен также в том случае, если речь идет о крупной сумме денег, поскольку высока опасность того, что информация будет передана в налоговые органы. Надежными считаются иностранные банки, но они еще менее прибыльны, чем Сбербанк.

Наличные рубли или доллары обладают наивысшей ликвидностью, однако они теряют свою покупательную способность и требуют дополнительных затрат на обеспечение безопасности в местах их хранения.

Все перечисленные виды вложений без исключения подвержены политическим рискам, включая наличные доллары и вклады в Сбербанке. Высокий уровень недоверия ко всем финансовым компаниям, привлекающим деньги населения, является следствием непрозрачности финансовых схем данных компаний и отсутствия эффективно работающей законодательной защиты от обмана.

Альтернативой всем видам вложений на финансовом рынке выступают инвестирование в собственный бизнес для тех, кто имеет такую возможность, либо потребление, улучшение качества жизни.

## Критерии оценки инвестиционных инструментов

Для того чтобы понять, как люди действуют в сложившейся ситуации, нами были заданы вопросы о том, на что обращают внимание при выборе инвестиционных инструментов. Респонденты назвали несколько важных для них параметров:

- Открытость информации о финансовой схеме работы организации
- История той организации, которая привлекает средства
- История людей, которые руководят организацией, привлекающей средства
- Прибыльность и надежность предлагаемого инструмента
- Ситуация на соответствующем рынке и наличие или отсутствие возможности ее непрерывного мониторинга
- Возможность быстро извлечь деньги в случае кризисной ситуации
- Поведение других вкладчиков

При рассмотрении перечисленных характеристик очевидно, что основным предметом заботы для потенциального вкладчика является обеспечение защиты от обмана. Как же необходимо действовать, чтобы обезопасить собственные вложения?

## «Рецепты» инвестирования

Список рецептов, который выработан, содержит следующие советы:

1. Необходим личный контроль над тем, куда вкладываются деньги, или хотя бы понимание того, как работает финансовый механизм того предприятия, куда вложены деньги. Если такого контроля или хотя бы понимания нет, то возникает риск не только не получить доход, но и потерять все вложенные деньги. Об этом говорили, практически, все.
2. Если личный контроль невозможен, или не хватает компетенции для него, то лучше не вкладывать, но если все-таки желание есть, то, по мнению респондентов, необходимо получить независимую экспертизу проекта, мнение экспертов из той сферы, куда вкладываются деньги.
3. Большинство респондентов считает, что если есть возможность, то лучше иметь дело с иностранной компанией или банком. Респонденты высказали большее доверие иностранным компаниям в связи с тем, что иностранные компании, с одной стороны, имеют опыт и солидную международную репутацию, культуру ведения бизнеса, а с другой, подвержены меньшему влиянию со стороны российского государства. Хотя некоторые респонденты высказали мнение о том, что при инвестировании на рынке московской недвижимости иностранная компания, не имеющая связей и не пользующаяся поддержкой местных властей, не сможет эффективно инвестировать средства. Несколько респондентов выразили сомнение в том, что иностранные финансовые компании, появившиеся сейчас на рынке, являются таковыми в полной мере. Для них российские «дочки» иностранных «мамок» больше похожи на российские компании, чем на иностранные.
4. Большинство считает, что удачно вложить деньги можно через знакомых, работающих в компании, которая привлекает деньги физических лиц. Эти знакомые в случае кризиса предупредят о проблемной ситуации заранее и помогут вовремя забрать деньги.
5. Предпочтительнее выглядят вложения в материальные активы, а не финансовые. Поскольку если финансовые инструменты сгорают, у вкладчика не остается ничего, кроме листка бумаги. Если же вложения сделаны в

материальный актив, снижение стоимости актива не приводит к разрушению материального носителя, будь то золото или недвижимость. Наличие материального актива также страхует от полной потери средств, поскольку ситуации, при которой золото или недвижимость не стоят ничего, в нормальных условиях сложиться не может. Поэтому с материальным активом есть угроза не получить прибыль, но не потерять весь актив.

6. Большинство людей считают, что для успешного вложения необходима диверсификация активов, не стоит вкладываться во что-то одно.
7. Следует по возможности избегать риска. Рискованные вложения стоит делать только с деньгами, которых не жалко. Они могут составить от 10-50% от общей суммы активов в зависимости от суммы и психологических особенностей самого человека, но рисковать всеми деньгами не согласился бы никто.

### **Представления о рискованности и прибыльности**

Поскольку при инвестировании многое зависит от соотношения рискованности и прибыльности инструмента, важно понять то, какой смысл люди вкладывают в эти понятия. *Что значит «рискованное вложение»? Что значит «прибыльное вложение»?*

Здесь мнения довольно сильно разошлись. Респонденты предложили различные критерии рискованности и прибыльности. Заметим, что в отношении рискованности многие не смогли определить способ ее измерения.

Те, кто предложил свое определение риска и прибыльности, выделяли следующие атрибуты этих понятий.

1. Риск связывается с отсутствием личного контроля над сделанными инвестициями. Если личного контроля нет, то это означает высокую рискованность вложения.
2. Различаются два типа риска: риск не получить ту прибыль, на которую рассчитываешь, и риск потерять весь актив. Готовых рисковать активом намного меньше, чем тех, кто готов рисковать прибылью от этого актива. Потребность в инструменте, который бы это обеспечил, очень высока.
3. Риск и доходность связаны между собой. Рискованные инвестиции являются высокоприбыльными, из этого следует вывод о том, что если инструмент имеет высокую норму отдачи, то он является высокорисковым.
4. Оценка уровня приемлемых рисков и прибыльности дифференцирована по разным видам инструментов. То, что для банковского процента считается высоким уровнем отдачи, для ПИФа оказывается низким.
5. Оценка уровня доходности производится в сравнении с уровнем инфляции. То, что ниже инфляции, считается низкодходным.
6. Увязывание доходности и рискованности со сроком вложения. Чем дольше срок, тем выше считается рискованность, тем выше должна быть доходность.
7. Оценка доходности производится также в сравнении с уровнем банковского процента. То, что равняется или оказывается ниже банковского процента в крупных российских банках, считается низкодходным.
8. Существует представление о высокой вариативности нормы отдачи в российской экономике. Существует возможность очень высоких норм прибыли на фондовом рынке.
9. Рискованность вложений связывается с отсутствием диверсификации.

## **Представление о ликвидности**

Под ликвидностью все понимают возможность быстро обменять имеющиеся финансовые или материальные активы на деньги. Существует различное отношение к данной характеристике активов. Немало людей испытывает потребность в долгосрочных вложениях, это и сбережения на старость, и своего рода гарантия от убытков, связанных с краткосрочными потрясениями на рынке.

Однако и те, кто считают, что ликвидность должна быть максимальной, объясняют это не столько потребностью использования данных денег на какие-либо нужды в скором времени, сколько считают ликвидность своеобразной страховкой от потери денег в случае кризиса. В условиях возросшего риска всех финансовых инструментов и обострения противоречий в отношениях власти и бизнеса вкладчик предпочитает иметь возможность забрать все свои деньги в один момент, поскольку иначе риск потерять деньги для него возрастает.

Таким образом, потребность в ликвидности тесно связана с оценкой уровня рискованности. Мало кто считает, что у него возникнет потребность изъять деньги из хорошо растущего актива в спокойной ситуации, однако высока вероятность того, что он именно так и сделает, если риски резко возрастут.

## **Есть ли потребность в изменении направлений инвестирования?**

Поскольку общая оценка финансового рынка и текущего момента для вложения средств была не очень высокой: люди говорили о возросшем уровне риска и недостаточном уровне доходности, то естественным вопросом был вопрос о том, существует ли у людей потребность в изменении прежних стратегий финансового поведения.

В этом вопросе мнения разделились. Наибольшее желание в изменении своей стратегии инвестирования высказали те, у кого была некоторая финансовая потребность, удовлетворение которой было невозможно в рамках имеющегося набора финансовых инструментов, а также уровня и динамики их доходов. Чаще всего данная потребность была связана с желанием приобрести квартиру, для реализации которой в настоящий момент не было достаточного количества денег. Более того, для таких людей отсутствовала возможность накопить на квартиру, поскольку при том темпе роста цен на жилье, который демонстрировала московская недвижимость в последние годы, и тех процентах, которые предлагал финансовый рынок обычному вкладчику, копить на квартиру не имело никакого смысла: номинальный рост накоплений не успевал за ростом цен.

Другие респонденты полагали, что можно продолжать вкладывать в то же самое, что и раньше, даже, несмотря на то, что не всегда есть удовлетворенность имеющимися инструментами. Однако в том случае, если перед ними никакой финансовой сверхзадачи не стояло, неудовлетворенность оставалась скрытой и не приводила к активному поиску новых инструментов. Появление финансового инструмента, который был бы ими воспринят положительно, скорее всего, приведет к изменению стратегии.

Третьи выразили твердую уверенность в неизменности своей стратегии, в основном это были те, чей опыт до этого времени ограничивался банковскими вкладами в наиболее надежных банках. И если до июльского банковского кризиса они подумывали о том, чтобы вложить деньги в новый для них инструмент, то после кризиса их желание вкладывать деньги в какие-либо финансовые институты, за исключением иностранных банков, в ближайшем будущем пропало.



## Представления о привлекательном финансовом инструменте

Если среди существующих финансовых инструментов нет удовлетворительного, то какими характеристиками должен обладать инструмент, который вызвал бы интерес и желание инвестировать в него деньги?

Наивысшая привлекательность у инвестирования в собственный бизнес или бизнес своих знакомых. Основной причиной такого выбора является наличие личного контроля за вложением денег, или персональной ответственности тех, кому человек доверяет. Однако инвестирование в собственный бизнес требует времени и желания заниматься этим бизнесом, а вложение в бизнес друзей - наличия таковых.

Если же доверять деньги людям, лично с которыми не знаком, то в таком случае предпочтительным выглядят иностранные компании. Это связано с двумя обстоятельствами. С одной стороны, иностранные компании имеют длительную историю, заинтересованы в сохранении своей репутации, представить себе ситуацию, при которой СИТИ-банк бы разорился, довольно трудно. Даже если бы трудности возникли у московской дочерней компании, американский банк всегда бы помог выйти из затруднительной ситуации, поскольку он не заинтересован в том, чтобы СМИ транслировали информацию о разорении СИТИ-банка, пусть даже в одной отдельно взятой стране. С другой стороны, государство имеет меньше возможностей вмешиваться в дела иностранного банка, маловероятно, чтобы такой банк начал заниматься отмывкой денег и у него бы из-за этого приостановили лицензию.

Таким образом, в обоих случаях речь идет о том, что основным барьером для вложения денег на российском финансовом рынке является недостаток обезличенного доверия финансовым институтам как таковым. Доверие формируется только на личностном уровне, доверяют себе, своим родственникам, друзьям и знакомым. Выход за пределы данного круга оказывается возможен только в том случае, если контрагентом выступает объективно не заинтересованный в обмане институт: Сбербанк или иностранный банк. Однако в этом случае платой за надежность является низкая прибыльность, не способная даже покрыть потери от инфляции.

Прибыльные вложения не имеют как таковой защиты от обмана, даже если она существует юридически, то фактически это не так. Так, например, если банк признается банкротом, то обычным его вкладчикам ждать возврата вложенных средств не приходится, поскольку обычно к этому моменту реальные активы уже оказываются выведены из банка. Поэтому для рискованных вложений рецептом хоть какой-то надежности выступает наличие ликвидности, то есть возможность забрать деньги сразу, как только появляются сигналы тревоги.

Привлекательным в таком случае выглядит инструмент с высокой ликвидностью (субститутотом надежности) основной суммы вклада и плавающим риском и доходностью. В этом случае у вкладчика появляется выбор между различными сочетаниями уровня надежности и доходности своего вложения. В тот период, когда политическая или экономическая ситуация расценивается как проблемная, у вкладчика существует потребность иметь возможность переложить деньги из зоны повышенного риска в зону умеренного или низкого риска, если же все в порядке, то потребности вынимать деньги из актива, который хорошо растет, нет. Привлекательным выглядит инструмент, связанный с вложениями в недвижимость, поскольку есть уверенность в том, что кризис на рынке московской недвижимости не приведет к резкому падению цен, поэтому такой актив выглядит надежным. Устойчивый рост цен на недвижимость и ее аренду в последние годы дает повод предполагать, что он продолжится и далее, хотя, возможно, меньшими темпами. А это является залогом прибыльности.

Однако, как уже было выяснено ранее, недвижимость имеет высокие входные барьеры по стоимости. Существует ли на рынке инструмент, потенциально удовлетворяющий данным требованиям?

## **ПИФН**

На основе анализа данных о процессе принятия инвестиционных решений нами был сделан вывод о том, что паевые инвестиционные фонды недвижимости довольно хорошо вписываются в представления о привлекательном финансовом инструменте. Поскольку, с одной стороны, этот инструмент привязан к материальному активу, в положительной динамике рыночной стоимости которого все уверены, а с другой – благодаря принципу коллективного инвестирования обладает более высокой ликвидностью и меньшими входными барьерами чем сама недвижимость. Как отнеслись бы к ПИФН респонденты, участвовавшие в опросе?

### **Информированность о ПИФН среди потенциальных вкладчиков**

Наши данные показывают, что существует высокая степень неосведомленности людей о том, что такое паевые инвестиционные фонды, каков механизм их работы и защиты от обмана. В нашем опросе знающими оказались только те инвесторы, которые сами работают с акциями или лично имели или имеют паи какого-нибудь фонда. Вкладчики банков или те люди, которые инвестируют в недвижимость, о ПИФах слышали только понаслышке. ПИФы для них – это что-то непонятное, они не на слуху, с их точки зрения, если бы они были действительно выгодные и надежные, о них бы говорили. Нередко респонденты при упоминании ПИФов прочно ассоциируют этот инструмент с историей с МММ. По видимому, это связано с тем, что ПИФы появились в 1996 году, сразу после обрушения финансовых пирамид, а из-за недостаточности знаний о том, что такое ПИФ и какими законодательными актами он регулируется, этого оказывается достаточным, чтобы связать эти вещи друг с другом.

Мы разделили опрошенных на группу «экспертов», то есть тех людей, чей опыт включал инвестиции в ПИФы или инвестиции на рынке недвижимости, и группу вкладчиков, такого опыта не имевших, и сравнили их оценки привлекательности предложений ПИФН.

### **Оценка ПИФН со стороны экспертов**

По поводу оценки ПИФН на основе той информации, которая была собрана в опросе, можно сделать следующие выводы. Позитивный имидж ПИФН сформирован благодаря следующим факторам:

Во-первых, у ПИФов хорошая репутация в отношении законодательной базы, которая не дает возможности вывода высокодоходных активов, что является гарантией защиты от обмана пайщиков со стороны управляющей компании. То, что эти законы работают, свидетельствует хорошая история ПИФов, в которой нет случаев обмана пайщиков.

Во-вторых, доходность ПИФов выше, чем в банковском секторе, и 20-30% годовых не является сигналом тревоги. Для этого инструмента это нормальная, и даже не очень высокая отдача на растущем рынке.

Наконец, московская недвижимость всегда в цене, и падения цен на нее в ближайшем будущем не ожидается. Практически сошлись на мнении о том, что кризиса на рынке недвижимости не будет, поскольку объективные факторы, работающие на долгосрочное снижение цен, пока отсутствуют. Поэтому вложения в

недвижимость надежны. Предложение будет по-прежнему поддерживаться за счет нефтяных денег, появляющихся в экономике, и ищущих достойный объект вложения. Однако в связи с банковской нестабильностью и деятельностью федеральных властей респонденты считают, что риски инвестирования в московскую недвижимость на ранних стадиях проектов в настоящее время значительно возросли. Это повышает риски индивидуального участия в инвестировании с нулевой стадии, поскольку есть риск вместо здания получить «недострой». Коллективное инвестирование в этом случае представляется надежнее.

В целом, «эксперты» считают, что ПИФНы дают возможность сделать надежное вложение с потенциалом хорошо заработать. При инвестировании в недвижимость у респондентов есть уверенность в том, что цены на московском рынке недвижимости не упадут, поэтому риск таких инвестиций связан с риском не получить той прибыли, на которую рассчитываешь, а не с риском потерять весь актив. А проработанность законодательной базы ПИФов дает защиту от обмана.

Негативные стороны данного инструмента связаны с такими моментами, как высокая стоимость входного пая, монополизированность рынка московской недвижимости, и сложность оценки структуры спроса и предложения в долгосрочной перспективе. Рассмотрим данные факторы подробнее.

Для обычных ПИФов характерна высокая стоимость входного пая и низкая ликвидность. Предлагаемая ПИФН банковская оферта по существу перекладывает функцию ликвидности на банк. В этом случае оценка ликвидности вложений в ПИФН будет осуществляется по оценке надежности того банка, который предлагает данную оферту. Банк с хорошей репутацией повышает привлекательность вложения в ПИФН, банк с отсутствующей или низкой репутацией снижает ее. При оценке репутации банка также как и в случае с управляющей компанией будет проверяться его история, история его управляющих, открытость его деятельности. Чем больше сходства банка с «Содбизнесбанком», тем меньше доверия ПИФН.

Рынок московской недвижимости в высокой степени монополизирован. Вход на него для высокоприбыльного инвестирования ограничен узким числом компаний. Поэтому эксперты видят опасность в том, что многое зависит не столько от компетентности управляющего, сколько от того, с какими инвесторами он связан. Точно так же как и в случае с репутацией банка, предоставляющего оферту, репутация ПИФН зависит от репутации и текущего положения тех инвесторов, в проектах которых фонд участвует деньгами пайщиков.

Существует риск падения цен на помещения определенного рода (по функциям). Грамотность управляющего в том, чтобы знать развитие ситуации на рынке недвижимости на некоторое время вперед, чтобы выбирать такие объекты, спрос на которые в будущем будет превышать предложение.

### **Оценка ПИФН со стороны потенциальных вкладчиков**

Для вкладчиков, не имевших дела с вложениями на рынке недвижимости или в ПИФы данный инструмент выглядит вполне привлекательно. Их притягивает ряд позитивных характеристик данного инструмента:

- Возможность сделать прибыльные вложения на рынке недвижимости с небольшой суммой.
- Возможность поручить управление твоими деньгами на рынке недвижимости профессионалам
- Высокая прибыльность

Отталкивают следующие малопривлекательные черты:

- Новизна инструмента, отсутствие понимания механизма. Банки выглядят естественно, и даже если не ясно на чем конкретно они делают деньги, то работает общее представление о том, что такое банк. А ПИФы – это что-то совсем новое, и мало кто знает, как они работают, особенно среди молодежи;
- Ассоциирование ПИФов с финансовыми пирамидами (компаниями типа МММ), а принципа их работы с принципом долевого строительства. О последних сложилось не лучшее мнение в связи с тем, что телевидение довольно часто показывает сюжеты о случаях обмана вкладчиков;
- Высокие входные барьеры в закрытые ПИФН и низкая ликвидность таких вложений;
- Неясность в правах собственности на объект инвестирования;

## Основные выводы

Таким образом, основным выводом проведенного исследования является вывод о том, что в настоящее время практически все финансовые инструменты, включая наличные деньги, с точки зрения людей, имеющих свободные денежные средства и желающих их вложить, подвержены политическим рискам. Высокий уровень недоверия ко всем финансовым компаниям, привлекающим деньги населения, является следствием непрозрачности финансовых схем данных компаний, неясности намерений государства по отношению к ним и отсутствия эффективно работающей законодательной защиты от обмана.

Исключение из этого правила составляют только Сбербанк и иностранные банки, которые не попадают под указанные риски. Однако в этом случае платой за надежность является низкая прибыльность, не способная даже покрыть потери от инфляции. Альтернативой всем видам вложений на финансовом рынке выступают инвестирование в собственный бизнес или бизнес своих знакомых для тех, кто имеет такую возможность, либо потребление, улучшение качества жизни. Надежным считается инвестирование в недвижимость. Но они имеют высокие входные барьеры и относительно низкую ликвидность.

Риск связывается с отсутствием личного контроля над сделанными инвестициями. Поэтому для рискованных вложений рецептом хоть какой-то надежности выступает наличие ликвидности, то есть возможность забрать деньги сразу, как только появляются сигналы тревоги. Риск и доходность связаны между собой: если инструмент имеет высокую норму отдачи, то он считается высокорисковым. Однако оценка уровня приемлемых рисков и прибыльности дифференцирована по разным видам инструментов. То, что для банковского процента считается высоким уровнем отдачи, для ПИФа оказывается низким. Рискованность растет с увеличением срока, на который вкладываются деньги: чем дольше срок, тем выше считается рискованность, тем выше должна быть доходность. Рискованность вложений также связывается с отсутствием диверсификации.

Привлекательным выглядит инструмент с высокой ликвидностью (субститутотом надежности) основной суммы вклада и плавающим риском и доходностью. В этом случае у вкладчика появляется выбор между различными сочетаниями уровня надежности и доходности своего вложения. В тот период, когда политическая или экономическая ситуация расценивается как проблемная, у вкладчика существует потребность иметь возможность переложить деньги из зоны повышенного риска в зону умеренного или низкого риска, если же все в порядке, то потребности вынимать деньги из актива, который хорошо растет, нет. Привлекательным выглядит инструмент,

связанный с вложениями в недвижимость, поскольку есть уверенность в том, что кризис на рынке московской недвижимости не приведет к резкому падению цен, поэтому такой актив выглядит надежным. Устойчивый рост цен на недвижимость и ее аренду в последние годы и отсутствие объективных оснований для снижения цен на данном рынке дает повод предполагать, что он продолжится и далее, хотя, возможно, меньшими темпами. А это является залогом прибыльности.