

### 3. ПОВЕДЕНИЕ ЧАСТНЫХ ИНВЕСТОРОВ НА ФОНДОВЫХ РЫНКАХ РОССИИ И США

**Абрамов А.Е.**, к.э.н., заведующий лабораторией анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС;

**Косырев А.Г.**, м.н.с. лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС;

**Радыгин А.Д.**, д.э.н., профессор, руководитель научного направления «Институциональное развитие, собственность и корпоративное управление» Института Гайдара; директор ИПЭИ РАНХиГС;

**Чернова М.И.**, н.с. лаборатории анализа институтов и финансовых рынков РАНХиГС

*В течение последних двух лет на фондовые рынки в России и США пришли миллионы новых частных инвесторов, однако их количество в Российской Федерации существенно завышается. На обоих рынках частные инвесторы сталкиваются с рисками их вовлечения в спекулятивные сделки. На российском рынке наблюдаются неблагоприятные экономические и правовые условия для долгосрочных сбережений в рискованные активы, что ведет к преобладанию в финансовых активах домашних хозяйств депозитов и наличных денежных средств.*

#### Численность и отдельные характеристики частных инвесторов

В период пандемии фондовые рынки столкнулись с феноменом массового прихода частных инвесторов. В его основе лежат такие факторы, как снижение привлекательности вложений в банковские депозиты, технологический прогресс в сфере финансовых услуг, рост нормы сбережений домашних хозяйств, высвобождение у людей свободного времени для инвестиций, а также агрессивный маркетинг финансовых организаций и социальных сетей.

Так, в США количество фондируемых счетов клиентов у трех крупнейших брокеров (Charles Schwab, Fidelity Investments и Robinhood) выросло с 51 млн в 2019 г. до 84 млн в сентябре 2021 г., т.е. в 1,6 раз (рис. 1).

На российском фондовом рынке приток частных инвесторов идет даже более активно, чем в США (рис. 2). С 2019 г. по октябрь 2021 г. общее число счетов клиентов брокеров на Московской бирже выросло с 3,9 млн до 15,3 млн, или в 3,9 раза, а число счетов активных клиентов брокеров на Санкт-Петербургской бирже – с 87 тыс. до 825 тыс., или в 9,5 раза. За тот же период существенно увеличилось число пайщиков открытых и биржевых ПИФов – с 0,5 млн до 3 млн, или в 6 раз.

Основной прирост зарегистрированных счетов клиентов брокеров на Московской бирже в 2020 г. по октябрь 2021 г. обеспечили всего три крупнейших розничных банка – Тинькофф, Сбер и ВТБ. Из общего прироста этих счетов на бирже за рассматриваемый период времени на них приходится 82,5%.

## Мониторинг экономической ситуации в России

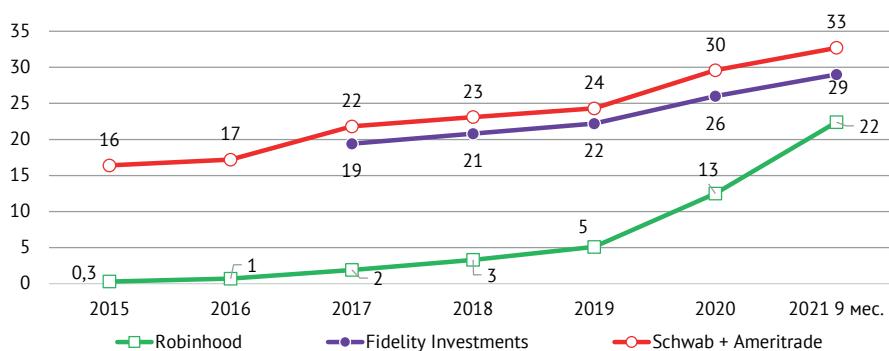
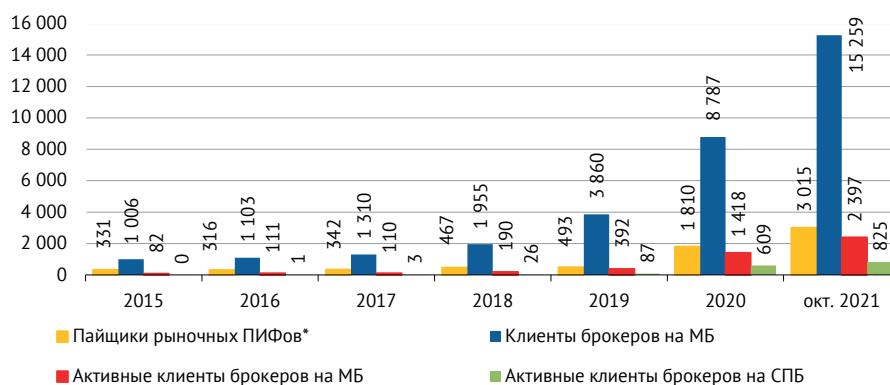


Рис. 1. Количество фондируемых счетов частных лиц у крупнейших онлайн брокеров в США с 2015 г. по сентябрь 2021 г., млн

Источник: расчеты авторов по данным отчетности финансовых компаний.



\* в 2021 г. данные по состоянию на июнь месяц.

Рис. 2. Количество зарегистрированных и активных счетов клиентов брокеров на Московской бирже (МБ), количество активных счетов клиентов брокеров на Санкт-Петербургской бирже (СПБ) и численность пайщиков в открытых и биржевых паевых инвестиционных фондах (ПИФах) с 2017 г. по октябрь 2021 г., тыс.

Источник: расчеты авторов по данным Московской и Санкт-Петербургской бирж и информационно-аналитического ресурса «Эксперт-РА».

Простая технология заключения сделок с помощью мобильного приложения в этих структурах во многом похожа на ту, что использует Robinhood в США. Однако особенностью российской биржевой статистики является то, что общее количество клиентских счетов у брокеров здесь объявляется независимо от того, имеются ли на счетах активы или нет, в то время как в США брокеры обязаны публиковать статистику только о фондируемых счетах клиентов.

Согласно данным Банка России, по итогам II квартала 2021 г. доля физических лиц со счетами без активов у брокеров составляла 62%<sup>1</sup>. Это значит, что из общего количества счетов в 13,5 млн на указанную дату только 5,1 млн счетов были фондируемыми. По нашему мнению, это существенно искаивает реальную информацию о степени участия населения на внутреннем фондовом рынке, понуждая активнее открывать новые счета у посредников.

1 Банк России. Обзор ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг. II квартал 2021 года. Информационно-аналитический материал. URL: [https://www.cbr.ru/securities\\_market/Analytics/](https://www.cbr.ru/securities_market/Analytics/)

### 3. Поведение частных инвесторов на фондовых рынках России и США

Социологические опросы, проведенные в середине 2021 г. организацией Gallup в США<sup>1</sup> и информационно-аналитическим ресурсом Morningstar<sup>2</sup>, а также компанией Marcs в России по заказу Банка России<sup>3</sup>, показали, что на обоих рынках на решения инвестировать в ценные бумаги влияют такие факторы, как возраст инвесторов, наличие у них высшего образования и уровень дохода. При этом и в США, и в России одним из ключевых факторов для принятия частными лицами решений о вложении в рискованные активы является самоидентификация ими себя в качестве инвесторов. Согласно опросу, проведенному для Банка России в сентябре 2021 г., 64% респондентов считали себя инвесторами, при этом типичным продуктом для 44% из них являлись акции. Это свидетельствует о том, что, выходя на фондовый рынок, большинство частных лиц стремятся к долгосрочным сбережениям, в то время как посредники могут подталкивать их преимущественно к спекулятивной активности, поскольку вознаграждение посредников зависит не от доходности индивидуальных портфелей клиентов, а от количества и стоимости совершенных сделок.

#### Влияние моделей брокерского бизнеса на риски частных инвесторов

Опыт работы фондовых рынков в условиях пандемии показал, что бизнес-модели брокеров могут провоцировать нерациональное поведение частных инвесторов. Как показано на *рис. 3*, успех компании Robinhood в привлечении на рынок новых частных инвесторов в 2020–2021 гг. не сопровождался сокращением его отставания от Fidelity Investments и Schwab по стоимости активов клиентов на счете. За прошедшие годы средний размер счета клиента в Robinhood составлял от 3 до 5 тыс. долл. Это означает, что модель этого брокера не ориентирована на инвестиции в целях сбережений, а предполагает вовлечение миллионов новичков в спекуляции с акциями, опционами и криптовалютой, что подтверждается раскрываемыми компанией данными. Публичная стратегия развития Robinhood не предусматривает предоставления клиентам возможностей открывать сберегательные счета в рамках пенсионных, образовательных и медицинских накопительных планов, получения услуг инвестиционных консультантов, приобретение акций взаимных фондов.

О высоких рисках финансовой стабильности модели Robinhood и ее ориентации на подталкивание клиентов к избыточной спекулятивной активности свидетельствует структура доходов брокера по состоянию на сентябрь 2021 г., приводимая на *рис. 4*. 78% доходов брокера поступает за счет перепродажи торговых заявок клиентов маркет-мейкерам по сделкам с акциями, опционами и криптовалютой, 7,5% – от кредитования различных лиц за счет ценных бумаг клиентов и 6,4% – от кредитования маржинальных сделок клиентов. Примечательно, что 61,8% доходов брокера поступает от очень высокорискованных сделок клиентов с опционами и криптовалютой.

Проблемы американского брокера Robinhood имеют важное значение с точки зрения перспектив развития российского фондового рынка. Как показали обсуждения стратегии развития финансового рынка в Российской

1 URL: <https://news.gallup.com/poll/266807/percentage-americans-owns-stock.aspx?version=print>

2 URL: <https://www.morningstar.com/articles/1061489/why-some-people-invest-and-others-dont>

3 Marcs. Инвестиционное поведение и инвестиционные ожидания российских начинающих инвесторов в крупных городах. Москва. Сентябрь, 2021. URL: [https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/41186/info\\_2021-10-06.pdf](https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/41186/info_2021-10-06.pdf)

## Мониторинг экономической ситуации в России

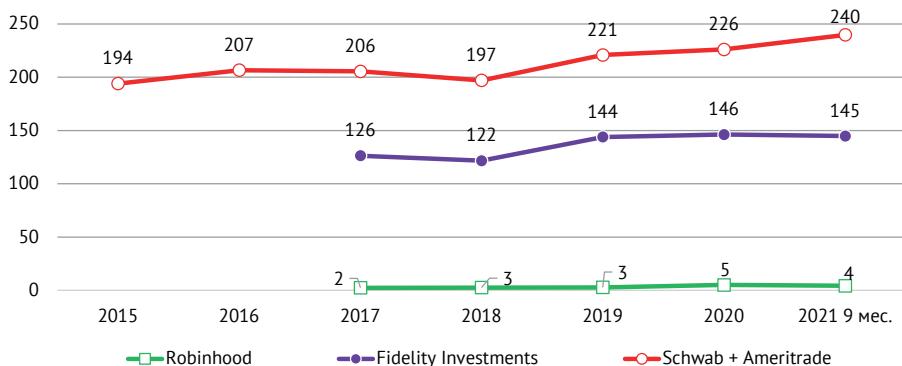


Рис. 3. Средняя стоимость активов на индивидуальных счетах клиентов у крупнейших онлайн брокеров США с 2015 г. по сентябрь 2021 г., тыс. долл.

Источник: расчеты авторов по данным отчетности финансовых компаний.



Рис. 4. Структура доходов брокера Robinhood по состоянию на 30 сентября 2021 г., %

Источник: расчеты авторов по данным отчетности финансовых компаний.

Федерации до 2030 г., на внутреннем рынке отсутствует ясное понимание перспектив применения различных сберегательных счетов и сервисов финансовыми организациями, что обеспечивает популярность модели Robinhood на внутреннем финансовом рынке. Кроме того, в настоящее время наблюдается повышенное внимание брокеров к оказанию таких рискованных услуг, как сделки с опционами и криптовалютой, что также может усилить риски частных инвесторов.

### Структура, доходность и риски портфеля частных инвесторов в России

С 2017 г. в России происходят значительные изменения структуры финансовых активов домашних хозяйств (табл. 1). Доля депозитов в банках сократилась с 57,1% от стоимости финансовых активов в 2017 г. до 49,6% на 1 июля 2021 г.; также снизилась доля сбережений в виде пенсионных и страховых резервов – с 9,5 до 8,8%. Напротив, доля прямых вложений в акции увеличилась с 4,4% в 2017 г. до 7,1% на 1 июля 2021 г.; в облигации – соответственно с 2,4 до 4,6% и в паи инвестиционных фондов – с 2,3 до 3,8%. Заметно выросла доля запасов в виде наличной национальной и иностранной валюты – с 24,4 до 26%.

Рост доли прямых вложений домашних хозяйств в акции и облигации при снижении доли депозитов отражает тенденцию ориентации населения на более рискованные вложения в целях получения более высокой доходности, чем проценты по банковским депозитам<sup>1</sup>. Сокращение доли в структуре финансовых активов пенсионных и страховых сбережений при сохраняющейся и даже растущей доле запасов в виде наличной валюты свидетельствует о наличии неблагоприятной тенденции снижения интереса

<sup>1</sup> По данным Банка России, процент по рублевым депозитам населения на срок от 181 дня до года снизился с 5,9% годовых в декабре 2017 г. до 3,2% в марте 2021 г. После этого он стал ежемесячно повышаться и достиг 4,2% в августе текущего года.

### 3. Поведение частных инвесторов на фондовых рынках России и США

домашних хозяйств к долгосрочным сбережениям в НПФ и в компаниях по страхованию жизни при наличии средств для подобных накоплений.

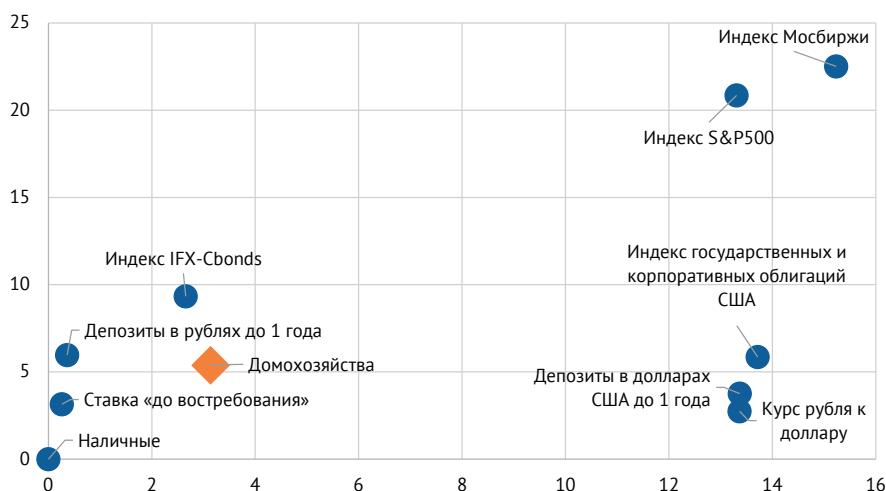
*Таблица 1*

**Структура рыночных финансовых активов домашних хозяйств в России с 2017 г. по июнь 2021 г., %**

	2017	2018	2019	2020	01.07.2021
Наличные средства	24,4	25,1	23,1	26,1	26,0
Депозиты	57,1	55,5	55,2	50,9	49,6
Акции	4,4	4,3	5,4	6,5	7,1
Облигации	2,4	3,1	3,8	4,4	4,6
Пая инвестиционных фондов	2,3	2,7	2,9	3,4	3,8
Пенсионные и страховые резервы	9,5	9,3	9,5	8,7	8,8
Финансовые активы – всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

*Источник:* расчеты авторов по данным о сбережениях сектора домашних хозяйств Банка России. URL: [https://www.cbr.ru/statistics/macro\\_itm/households/](https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/households/)

На основе данных о структуре финансовых активов домашних хозяйств и характеристик бенчмарков соответствующих активов нами были оценены риск и доходность рыночного портфеля домохозяйств (без учета пенсионных и страховых резервов и прочих нерыночных активов) на пятилетнем горизонте: с 2016 г. по II квартал 2021 г. (рис. 5). Расчеты показывают, что усредненный портфель домохозяйств далек от оптимальных портфелей по критерию максимизации соотношения доходности и рисков. Среднегодовая доходность портфеля домохозяйств составила 5,4%, а среднегодовая инфляция за тот же период – 4,2%, т.е. его доходность оказалась ниже средней процентной ставки по депозитам (5,97%). По рискам он сопоставим с портфелем корпоративных облигаций самых крупных эмитентов, составляющим индекс IFX-Cbonds (3,1 и 2,66% соответственно), но значительно проиграл ему по доходности (5,97% против 9,34%). Наличие иностранной валюты в портфеле лишь повышало риски, не принося заметной выгоды.



*Рис. 5. Риски и доходности рыночного портфеля домохозяйств по состоянию на II квартал 2021 г. и сопоставление с бенчмарками основных классов активов, %, III квартал 2016 г. – II квартал 2021 г.*

*Источник:* расчеты авторов по данным Банка России.

Это означает, что несмотря ускоренный рост рискованных инструментов в финансовых активах домашних хозяйств, доля наличных средств и депозитов в них остается ключевой, составляя 75,6%. С учетом высокой доли наличных средств в сводном портфеле домашних хозяйств, стратегия вложений в рискованные активы приводит к ускоренному росту показателя риска портфеля, в то время как его доходность уступает даже доходности рублевых депозитов населения на срок до 1 года.

Анализ отдельных аспектов функционирования фондовых рынков России и США позволяет сформулировать ряд выводов:

- Московской бирже и Банку России целесообразно более объективно раскрывать информацию о масштабах участия частных инвесторов в биржевых сделках, публикуя статистику не только общего количества открытых счетов клиентов брокеров, но прежде всего количества фондируемых счетов клиентов;
- действующие модели брокерской деятельности несут повышенные риски для клиентов, поощряя преимущественно спекулятивную активность и инвестиции в высокорискованные инструменты (опционы и цифровые активы). Необходимо расширить возможности для брокеров открывать поддерживаемые с помощью налоговых мер специальные счета для индивидуальных и корпоративных пенсионных накоплений клиентов, накопительные счета для оплаты стоимости образовательных и медицинских услуг;
- структура финансовых активов домашних хозяйств в России остается консервативной, высокая и стабильно повышающаяся доля запасов в наличной валюте свидетельствует о недостатке сервисов и финансовых продуктов со стороны финансовых организаций, ориентированных на долгосрочные сбережения домашних хозяйств. 