
Серия «Финансовая грамотность»

V

**Куда вложить деньги
(основы формирования
инвестиционного
портфеля для мелкого
инвестора)**

Москва
2012

УДК 338.583
ББК 65.7

Серия брошюр подготовлена Фондом «Центр развития фондового рынка» и Аналитической лабораторией «ВЕДИ» при финансовой поддержке Консорциума «Альфа-Групп».

Куда вложить деньги (основы формирования инвестиционного портфеля для мелкого инвестора). – М.: Аналитическая лаборатория «ВЕДИ», 2012. – 36 с. (Финансовая грамотность; № 5).

В брошюре рассказывается о грамотном подборе инструментов и активов для инвестирования сбережений населения. В ней сделана попытка с помощью относительно простых понятий объяснить сложные теоретические модели, которые используются инвесторами во всем мире при формировании своих инвестиционных портфелей. Описываются пригодные для инвестиций населения финансовые инструменты, даются оценки их потенциальной доходности и связанных с ними рисков, кратко излагаются особенности налогового режима. Отдельно рассказывается о рисках различной природы, характерных для инвестиций на финансовом рынке.

© Фонд «Центр развития фондового рынка», 2012
© ООО «Аналитическая лаборатория "ВЕДИ"», 2012

Оглавление

Введение.....	4
Подходящие инструменты для инвестирования сбережений и их инвестиционные характеристики	4
Считаем эффективность вариантов инвестирования сбережений.....	10
Складываем активы в портфель. Как сформировать правильный инвестиционный портфель	21
Еще раз о рисках.....	32

Введение

Данная брошюра продолжает серию брошюр «Финансовая грамотность», которые, надеемся, станут вашими проводниками в мире финансов и инвестиций. Здесь мы расскажем о том, куда выгодно и надежно вкладывать деньги.

Прежде всего мы рассмотрим доходность тех инструментов, в которые можно относительно надежно вкладывать свои сбережения. Далее расскажем о том, как еще больше увеличить надежность своих вложений, «складывая различные инвестиционные инструменты в один портфель», и что это, собственно, такое – «инвестиционный портфель».

В значительной мере материал настоящей брошюры опирается на ту информацию, которая содержится в другом выпуске серии – «Как выгодно и надежно инвестировать сбережения». Кроме того, для реализации тех или иных инвестиционных решений вам также понадобятся другие брошюры серии, ссылки на которые будут даны в тексте.

Подходящие инструменты для инвестирования сбережений и их инвестиционные характеристики

В брошюре «Как выгодно и надежно инвестировать сбережения» мы уже рассказывали о тех инструментах, которые подходят для надежного и доходного инвестирования ваших сбережений. Еще раз повторим, что, учитывая существующую практику инвестирования населением своих сбережений и реальные риски, существующие на рынках различных финансовых инструментов, к таким инструментам следует отнести:

- 1) иностранную валюту;
- 2) недвижимость;
- 3) банковские вклады (депозиты);
- 4) государственные облигации;
- 5) корпоративные облигации;

- б) акции;
- 7) золото или другие драгоценные металлы;
- 8) паи паевых инвестиционных фондов.

Далее мы рассмотрим эти инструменты подробнее, а именно то, как они различаются по своим инвестиционным характеристикам.

Прежде всего рассмотрим, как они различаются по уровню потенциальной доходности и по свойственным им рискам. **Доходность и риск – два главных параметра инструментов инвестирования**, т.е. две важнейшие инвестиционные характеристики. Считается, что чем выше риск, тем выше потенциальная доходность инвестирования, и это справедливо не только с теоретической точки зрения, но, в большинстве случаев, и на практике. Действительно, если два варианта инвестирования имеют один и тот же уровень риска, но первый вариант характеризуется более высокой доходностью, то зачем инвестировать во второй вариант? Тем не менее такие ситуации (когда не выполняется закономерность «чем выше риск – тем выше доходность») случаются, и называются они бэквордацией, т.е. перевернутым состоянием, «перевертышем». А любой перевертыш всегда неустойчив: рано или поздно такое состояние проходит и рынок возвращается к своему естественному состоянию.

Если с доходностью все более или менее понятно (далее, в разделе «Считаем эффективность вариантов инвестирования сбережений», мы приведем формулы ее расчета), то понятие риска более сложное. Подходя к проблеме в целом, можно сказать, что риск – это возможность не получить предполагаемого дохода, либо даже потерять часть инвестированной суммы, или, в самом неблагоприятном варианте, всю сумму. Но если более детально проанализировать инвестиционный риск, то выяснится, что итоговый результат, «совокупный» уровень риска, складывается из целого ряда факторов. Далее мы специально подробно рассмотрим этот вопрос в разделе «Еще раз о рисках». Здесь же скажем, что важнейшими составляющими инвестиционного риска являются:

- риск неблагоприятного изменения цен на инструменты, в которые вы инвестировали деньги (рыночный риск);
- валютный риск (возникает в том случае, когда вы считаете результаты инвестирования в одной валюте, а инвестируете в

другую валюту или в инструмент, номинированный в другой валюте);

- риск ликвидности (см. ниже);
- процентный риск (риск того, что с течением времени процентная ставка по долговым инструментам, в которые вы инвестируете, будет снижаться);
- риск финансового посредника (т.е. риск невыполнения перед вами обязательств финансовым посредником – банком или брокером, в том числе в результате его возможного банкротства);
- инфраструктурные и операционные риски (возможные нарушения прав инвесторов в результате технических сбоев или намеренных противоправных действий в сфере учета прав на финансовые инструменты и в сфере обращения инструментов инвестирования).

Кроме параметров риска и доходности разным вариантам (инструментам) инвестирования присущ различный порядок налогообложения, который в отдельных случаях может серьезно корректировать получаемую доходность. *Доходность до налогообложения и доходность после налогообложения различаются*, и этот фактор необходимо учитывать при принятии решения о выборе инструментов инвестирования.

Еще один существенный инвестиционный параметр – ликвидность того инструмента, в который вы собираетесь инвестировать. Строго говоря, уровень ликвидности является разновидностью риска. Риск же, как мы уже говорили выше, подразделяют на несколько составляющих, порождаемых различными факторами, и риск ликвидности – одна из них.

Что такое ликвидность? Это возможность быстро и без существенных потерь, связанных с падением цен вследствие незначительного объема спроса, продать инвестиционный инструмент, т.е. превратить его в деньги. Вспоминая терминологию 1990-х годов, можно сказать и так: ликвидность – это возможность легко «вытащить» деньги. Ликвидность финансового инструмента со временем может изменяться. В периоды кризиса ликвидность почти всегда падает, что ведет к расширению спреда (разницы между ценами покупки и продажи того или иного инструмента), и в результате может возникнуть ситуация, когда продать актив можно за

существенно более низкую цену, чем его купить. Это и есть реализация риска ликвидности.

Сочетание разных видов рисков, а также сочетание рисков и динамики цен на различные инструменты формируют еще один параметр – пригодность того или иного класса активов для инвестирования разной продолжительности.

В приводимой здесь таблице (табл. 1) мы сводим наиболее важные инвестиционные характеристики вышеперечисленных инструментов инвестирования.

Таблица 1. Инвестиционные характеристики основных направлений инвестирования

Направление инвестирования (финансовый инструмент)	Риск	Потенциал доходности	Ликвидность (возможность быстро продать без существенной потери в цене)	Наиболее приемлемо для временных границ инвестирования
Иностранная валюта	Низкий	Низкий (ниже уровня инфляции)	Наивысшая	Для краткосрочных инвестиций (от недели до года)
Недвижимость	Зависит от способа инвестирования (средний/высокий)	Зависит от времени инвестирования	Зависит от месторасположения	Для долгосрочных инвестиций (более 3–4 лет)
Банковский депозит	Низкий	Низкий (ниже уровня инфляции)	До востребования – наивысшая; срочный – отсутствует	Для краткосрочных (от месяца до года) и среднесрочных (до 3 лет) инвестиций
Паевой инвестиционный фонд (ПИФ)	Зависит от структуры активов ПИФа	Зависит от структуры активов ПИФа	Зависит от типа ПИФа: открытый ПИФ – наивысшая; интервальный ПИФ – фиксированная дата; закрытый ПИФ – отсутствует (кроме паев, торгуемых на бирже)	Для среднесрочных (от 1 до 3 лет) и долгосрочных (более 3 лет) инвестиций
Государственные облигации	Низкий	Низкий (ниже уровня инфляции)	Высокая	Для краткосрочных инвестиций (от месяца до года)
Корпоративные облигации	Средний	Средний (на уровне инфляции)	Средняя	Для краткосрочных инвестиций (от месяца до года)
Акции	Высокий	Высокий (значительно выше уровня инфляции)	Зависит от рынка конкретной акции (от отсутствия ликвидности до высокой)	Для долгосрочных инвестиций (не менее 3–4 лет)
Драгоценные металлы	Средний/высокий*	Зависит от времени инвестирования	Низкая (большой разрыв между ценами покупки и продажи)	Для долгосрочных инвестиций (не менее 3–4 лет)

* – Средний – при условии инвестирования в монеты, выпущенные Банком России; высокий – при условии инвестирования в слитки, в производные финансовые инструменты, в драгоценности и монеты, выпущенные иными лицами.

Признаемся, что в приведенной таблице мы представили инвестиционные характеристики несколько абстрактно. Реальное функционирование российских финансовых рынков создает

дополнительные ограничения и проблемы для мелких инвесторов. Главные из них следующие:

- 1) В России не существует в обращении специального класса государственных облигаций, ориентированного на население и удобного для инвестирования средств мелкими инвесторами. Поэтому для тех, кто хочет без проблем инвестировать в этот класс активов, следует посоветовать вкладывать средства не напрямую, а покупая паи паевых инвестиционных фондов, инвестирующих в государственные облигации или преимущественно в государственные облигации.
- 2) Корпоративные облигации также не вполне удобны для инвестиций мелких инвесторов. Большинство российских эмитентов они выпускают на относительно короткие сроки, которые еще больше ограничиваются таким механизмом, как оферта (предложение эмитента к инвесторам выкупить облигации значительно раньше срока их погашения). Поэтому инвестор вынужден постоянно следить за сообщениями эмитента и в случае долгосрочного инвестирования постоянно «перекладываться» в другие облигации, каждый раз выбирая наиболее подходящие (и, следовательно, каждый раз анализируя надежность все новых и новых эмитентов). Исходя из этого, мы также рекомендуем осуществлять долгосрочное инвестирование в корпоративные облигации через покупку паев паевых инвестиционных фондов, инвестирующих в корпоративные облигации или преимущественно в корпоративные облигации.
- 3) Инвестиции в золото и другие драгоценные металлы при тех условиях, которые существуют на рынке драгоценных металлов в России, также неудобны для прямого инвестирования сбережений населения.

С учетом всего сказанного вам следует:

- обратиться в банк, если вы хотите купить иностранную валюту или разместить деньги на банковском вкладе (депозите);
- обратиться к брокеру, если вы хотите инвестировать в акции, при этом инвестиционные решения принимать самостоятельно (о том,

как грамотно выбрать брокера, см. брошюру «Как выбрать брокера для работы на финансовом рынке» настоящей серии);

- обратиться к управляющему ценными бумагами, если вы хотите инвестировать в акции, государственные облигации, корпоративные облигации, при этом доверяете принятие инвестиционных решений в ваших интересах профессионалам;
- купить паи паевого инвестиционного фонда (обратившись тем самым к услугам управляющей компании), если вы хотите инвестировать во все перечисленные в табл. 1 инструменты, при этом доверяете принятие инвестиционных решений в ваших интересах профессионалам.

Считаем эффективность вариантов инвестирования сбережений

Никто не может знать, какой вариант инвестирования в реальности окажется наилучшим. Поэтому оценить эффективность разных вариантов мы можем только на основе уже прошедшего времени, что и сделаем далее – оценим доходность различных вариантов инвестирования сбережений на основе данных последнего десятилетия (с января 2001 г. по декабрь 2010 г.). Сразу необходимо оговориться, что полученные результаты ни в коем случае не могут служить достаточным основанием для того, чтобы и в следующем десятилетии доходность рассматриваемых нами инструментов вела себя аналогичным образом. Они должны всего лишь дать пищу для дальнейших размышлений.

Доходность мы рассчитаем по простейшей формуле:

$$\text{Доходность} = \frac{\text{Полученный доход от инвестирования (Д)}}{\text{Инвестированная сумма (И)}}$$

При этом полученный доход от инвестирования может включать или не включать текущие доходы, начисляемые по некоторым инвестиционным инструментам (дивиденды по акциям, проценты по облигациям), и рассчитывается следующим образом:

$$Д = \text{Стоимость продажи} - \text{Стоимость покупки} + \text{Текущие доходы.}$$

Это, так сказать, «грязный» доход (при использовании «грязного» дохода, соответственно, мы сможем рассчитать «грязную» доходность). Если же еще учесть налогообложение и, возможно, дополнительные затраты, связанные с инвестированием, то мы получим «чистый» доход (ЧД):

$$\text{ЧД} = \text{Стоимость продажи} - \text{Стоимость покупки} + \text{Текущие доходы} - \text{Налоги};$$

$$\text{ЧД} = \text{Стоимость продажи} - \text{Стоимость покупки} + \text{Текущие доходы} - \text{Налоги} - \text{Затраты.}$$

Сумма всех налогов складывается из налогов на текущие доходы (они, как правило, удерживаются у источника выплат, и, соответственно, к инвестору уже поступают «очищенные» от налогообложения доходы) и из налогов на доход от продажи инструмента.

Соотнеся «чистый» доход с инвестированной суммой, мы получим «чистую» доходность, т.е. доходность после вычета всех налогов и затрат:

$$\text{Чистая доходность} = \frac{\text{Чистый доход}}{\text{Инвестированная сумма}}.$$

В последующих расчетах мы будем использовать эти формулы, поясняя, какую доходность мы имеем в виду – до налогообложения («грязную») или после налогообложения («чистую»). При этом будем оговаривать, учитываем или нет текущие доходы.

В расчетах доходности есть еще один сложный момент – сопоставимость доходностей, полученных за разные промежутки времени. Мы этот момент обойдем, сопоставляя доходность вложений в различные инструменты за один и тот же период времени – за 10 лет.

В практике финансовых расчетов для сопоставления доходностей от вложений за разные промежутки времени используют прием приведения доходностей к единой временной размерности – как правило, годовой. Поэтому, измеряя доходность в процентах, при таком приведении уточняют – в процентах годовых. В настоящей брошюре мы не будем рассматривать формулы расчетов, где используется подобное приведение. Но для более грамотного инвестирования (в частности, для сопоставления выгоды различных вариантов инвестирования, различающихся, в том

числе, продолжительностью инвестирования) вам потребуется изучение специальных учебников по этому вопросу¹.

Сначала мы рассмотрим доходность различных инструментов инвестирования по отдельности.

1. Покупка иностранной валюты

Если бы в начале 2001 г. мы купили доллары США и держали бы их в качестве инвестиционного актива до конца 2010 г., то получили бы за 10 лет доход всего в 7,8%. Для сравнения: инфляция за это время составила 210%. Вывод: это совершенно бессмысленное вложение своих сбережений.

Даже «вторая волна кризиса» 2011 года принципиально не изменила доходности вложений в доллары США. За этот год доходность долларов составила 5,6% (что вполне сопоставимо с 10-летним держанием американской валюты), увеличив доходность 11-летнего держания долларов до 13,9%. Но это совершенно не меняет общего вывода: долгосрочные вложения в доллары США с экономической точки зрения совершенно бессмысленны – ведь инфляция за тот же 11-летний период составила 229%.

Даже если бы мы выбрали для инвестирования другие валюты, итог был бы в целом неудовлетворительным: инвестиции в евро дали бы прирост в 54,9%, в британский фунт стерлингов – 11,9%, в японскую иену – 51,9% (все цифры приведены для периода 2001–2010 гг.). Можно, конечно, поискать более «успешные» в последнее десятилетие валюты. Но для положительного результата этого начинания нужно быть профессиональным валютным спекулянтом, да и наилучшие результаты в этом случае все равно «не догнали» бы инфляцию: инвестиции в швейцарский франк принесли бы 88,2% дохода, в норвежскую крону – 60,4%.

Покупка иностранной валюты имеет смысл только в отдельные краткосрочные периоды наиболее острых кризисов, но для долгосрочного инвестирования иностранная валюта не подходит.

¹ Можно, в частности, порекомендовать следующую работу: Четыркин Е. М. Финансовая математика. – М.: Дело, 2000.

В настоящее время осуществляется исключительно агрессивная реклама инвестирования на рынке Форекс, подаваемого как надежное вложение средств в валютные ценности. Мы считаем, что для мелкого частного инвестора такое инвестирование крайне опасно, и поэтому одна из брошюр нашей серии «Финансовая грамотность» («Осторожно, Форекс!») посвящена именно этому вопросу.

2. Покупка недвижимости

Если бы в начале 2001 г. мы купили недвижимость в Москве и держали бы ее в качестве инвестиционного актива до конца 2010 г., такая наша инвестиция выросла бы в 6,96 раза² (напомним, потребительские цены за тот же период увеличились в 3,1 раза). Если бы купленную московскую недвижимость продали не в конце 2010 г., а в конце 2011 г., то такая операция принесла бы умножение капитала в 7,64 раза (при росте потребительских цен за тот же период в 3,29 раза). Это вполне достойный результат, но в значительной мере обусловленный «низкой базой», которая никогда, видимо, уже не будет достигнута, и повторения аналогичного результата при инвестировании в недвижимость ожидать не следует. Кроме того, подобный вариант инвестирования требует значительного «стартового капитала» и вследствие этого недоступен для большинства российского населения. Впрочем, желающие использовать свои относительно небольшие сбережения в том числе для инвестирования в недвижимость всегда могут это сделать с помощью паевых инвестиционных фондов.

Следует также предостеречь потенциальных инвесторов: вышеприведенные расчеты были сделаны применительно к московской недвижимости – результаты аналогичных инвестиций в других городах России были значительно ниже. Росстат рассчитывает индексы цен на недвижимость, усредненные по России, отдельно по первичному и по вторичному рынкам недвижимости. Если бы вы инвестировали в конце 2000 г. в российскую недвижимость на первичном рынке, то ваше вложение к концу 2010 г. выросло бы в 4,72 раза, а к концу 2011 г. – в 5,04 раза. Если бы вы инвестировали в конце 2000 г. в российскую

² Расчет по инвестициям в московскую недвижимость сделан на основе данных, публикуемых информационным порталом «Индексы рынка недвижимости» (www.itn.ru).

недвижимость на вторичном рынке, то ваше вложение к концу 2010 г. выросло бы в 5,65 раза, а к концу 2011 г. – в 5,97 раза³.

При инвестировании в недвижимость следует помнить об относительно высоких затратах при этом виде вложения средств (вряд ли возможно в наше время обойтись в этом случае без услуг квалифицированных риэлтеров и юристов, не принимая на себя совершенно избыточного риска) и о налогообложении, что снижает конечную («чистую») доходность инвестирования в недвижимость. Посчитать эту «чистую» доходность мы здесь не возьмемся по причине того, что инвестирование в недвижимость может быть сопряжено с самыми разными уровнями затрат и с разными вариантами расчета налога. Инвестирование в недвижимость с использованием института паевых инвестиционных фондов характеризуется достаточно стандартными затратами (надбавка при продаже вам пая управляющей компанией; скидка при выкупе пая у вас; ежегодное вознаграждение за управление) и единственным вариантом налогообложения. В этом случае «чистая» доходность инвестирования в московскую недвижимость за период 2001–2010 гг. составила бы от 470 до 482%, т.е. ваши деньги после выплат затрат и налогов приросли бы в 5,7–5,82 раза (за период 2001–2011 гг. – в 6,2–6,33 раза).

Надежность инвестирования в недвижимость, вопреки сложившемуся мнению, вряд ли может характеризоваться как высокая. При инвестировании на этапе строительства вы принимаете на себя все риски, связанные с недостроем. Многочисленные демонстрации «обманутых дольщиков» в центре Москвы и в других городах России – это лишь очень небольшая «верхушка айсберга», в основании которого лежат многочисленные трагические истории потери своего состояния. Даже при покупке уже построенной квартиры перечень «обремененностью» рисками при этом весьма разнообразен. Настоящая брошюра не предназначена для их детального рассмотрения, однако в качестве резюме необходимо сказать, что регулирование и надзор на рынке недвижимости гораздо менее эффективны, чем на рынках акций, корпоративных облигаций и государственных ценных бумаг, в банковском секторе, не говоря уже об индустрии коллективных инвестиций.

³ Расчеты сделаны по данным Росстата.

3. Банковский депозит

Если бы в начале 2001 г. мы положили деньги на депозит в банке, а затем регулярно бы их «перекладывали» (как начальную сумму, так и накопленные проценты – скажем, в начале каждого года), то к концу 2010 г. эти деньги увеличились бы в 2,58 раза⁴, а к концу 2011 г. – в 2,8 раза.

Это означает, что размещение сбережений на банковских депозитах позволяет лишь частично уберечь их от инфляции и в результате получить в реальном выражении все-таки несколько меньше, чем изначально было размещено (ведь потребительские цены увеличились за период 2001–2010 гг. в 3,1 раза, а за период 2001–2011 гг. – в 3,29 раза). Безусловно, «продвинутый» пользователь банковских услуг данный результат может незначительно улучшить (выбирая не средний, а наивысший депозитный процент среди банков, входящих в систему страхования вкладов; размещая на максимально длинные сроки в периоды высоких процентных ставок и на самые короткие – в периоды низких), но подобные усилия ни в коем случае не найдут адекватного вознаграждения – в любом случае такому инвестору вряд ли удастся превзойти уровень инфляции. Да и в реальности большинство российских граждан идут в Сбербанк, где ставки еще ниже, и в итоге получают еще меньшую доходность.

Поэтому хранить все сбережения на банковском депозите также нецелесообразно – он может использоваться лишь как одна из частей «большого портфеля» ваших инвестиций, обязательно дополняемая другими, более доходными, его составляющими.

4. Покупка государственных облигаций

Если бы мы вложили наши сбережения в государственные облигации (облигации федеральных займов – ОФЗ) в январе 2001 г., то к концу 2010 г. такая инвестиция увеличилась бы в 2,71 раза, а к концу 2011 г. – в 2,91 раза⁵. Следует отметить, что более высокая доходность по сравнению с вариантом размещения денег на банковском депозите обусловлена здесь более высокой доходностью государственных облигаций до 2003 г.

⁴ Расчет сделан по данным Банка России, публикующего показатели средних ставок по депозитам населения (без учета депозитов «до востребования» и депозитов в Сбербанке РФ).

⁵ Расчет сделан по данным Банка России, публикующего показатели процентных ставок на рынках ГКО-ОФЗ.

Одновременно отметим, что инвестирование в ОФЗ сбережений физического лица напрямую скорее является теоретическим допущением, а на практике остается весьма затруднительной процедурой. В то же время такой вариант инвестирования не предусматривает налогообложения. А вот инвестиции в государственные облигации посредством покупки паев паевого инвестиционного фонда, специализирующегося на вложениях в государственные ценные бумаги, вполне реальны, но в этом случае возникает налогообложение – при продаже пая физическое лицо заплатит налог на доход, сложившийся в виде разницы между ценой покупки пая и ценой его продажи. В этом варианте инвестирования конечная («чистая») доходность составила бы 149%, т.е. ваши деньги за 10 лет приросли бы в 2,49 раза.

Такой результат не позволяет полностью защититься от инфляции, и в «отдельном» рассмотрении с экономической точки зрения подобные инвестиции бессмысленны. Вместе с тем вложить часть своего портфеля в государственные ценные бумаги – решение вполне разумное, поскольку оно повышает надежность инвестирования портфеля в целом, аналогично варианту с размещением средств на банковском депозите.

5. Покупка корпоративных облигаций

Если бы в начале 2001 г. мы вложили деньги в корпоративные облигации, а затем регулярно (по мере погашения облигаций, в которые вложены деньги) как начальную сумму, так и накопленные проценты «перекладывали» бы в другие, вновь эмитируемые корпоративные облигации, то к концу 2010 г. эти деньги увеличились бы в 3,4 раза, а к концу 2011 г. – в 3,65 раза⁶. Казалось бы, мы победили инфляцию. Но если мы учтем налогообложение, то окажется, что мы инфляции проиграли – правда, всего один процент за 2001–2010 гг. (доходность после налогообложения составила бы при этом 209%), но все-таки проиграли.

Поэтому как вариант вложения всех сбережений сектор корпоративных облигаций нам не подходит. Однако при формировании более широкого инвестиционного портфеля корпоративные облигации

⁶ Расчет сделан на основе индекса «IFX-Cbonds средневзв. доходность (эфф.)», публикуемого агентством Cbonds (за период 2004–2011 гг.), а также на основе информации о корпоративных облигациях, торговавшихся на бирже ММВБ, содержащейся на сайте ММВБ www.micex.ru (за период 2001–2003 гг.).

целесообразно использовать как относительно надежную его часть, приносящую несколько более высокий доход по сравнению с государственными облигациями и банковскими депозитами (что вполне согласуется с теорией – все-таки корпоративные облигации являются несколько менее надежным инструментом инвестирования, чем государственные облигации и банковские депозиты).

6. Покупка акций

Если бы в начале 2001 г. мы вложили деньги в акции, то к концу 2010 г. эти деньги увеличились бы в 12,44 раза⁷ – в полном соответствии с финансовой теорией: наиболее рискованные инвестиции приносят наибольший доход. Правда, «вторая волна» мирового финансового кризиса больше всего ударила именно по самому рискованному сектору финансового рынка – если бы мы продолжали держать акции до конца 2011 г., результат 11-летнего инвестирования оказался бы скромнее 10-летнего инвестирования: за период 2001–2011 гг. стоимость такого актива увеличилась бы «всего» в 10,33 раза.

При инвестировании в акции затраты, связанные с проведением соответствующих операций (комиссионные брокеру, в которые включаются и затраты брокера по оплате услуг биржи; оплата депозитарных услуг), незначительны и в подавляющем большинстве случаев вполне вмещаются в 1%.

В то же время необходимо помнить о налогообложении: физическое лицо уплачивает налог на доход⁸, который складывается из разницы между затратами на покупку акций⁹ и суммой денег, полученных от продажи акций¹⁰, в размере 13%. После оплаты данного налога в конце

⁷ Расчет сделан на основе индекса ММВБ, публикуемого на сайте ММВБ www.micex.ru.

⁸ В соответствии с Налоговым кодексом под доходом в данном случае понимается разница между стоимостью покупки и стоимостью продажи, уменьшенная на суммы расходов, связанные с проведением данной операции, а также на отрицательный финансовый результат, полученный в том же налоговом периоде, по операциям с иными ценными бумагами и финансовыми инструментами.

⁹ К этим затратам, кроме собственно суммы, уплаченной за акцию, также относятся некоторые другие расходы за услуги профессиональных участников рынка ценных бумаг.

¹⁰ Для того чтобы облагалась только разница, а не вся сумма денег, вырученная от продажи акций, необходимо предоставить документы, подтверждающие факт покупки акций по определенной цене, а также иные затраты, связанные с этой инвестицией (оплата услуг брокера, биржевой сбор, оплата услуг регистродержателя и т.д.).

2010 г. у вас осталась бы сумма денег, превышающая инвестированную сумму в 10,95 раза. Это вполне достойный результат, позволяющий использовать акции как наиболее доходный (и одновременно наиболее агрессивный) элемент портфеля ваших инвестиций. При этом необходимо отметить, что мы не учитываем факт получения дивидендов, которые еще больше увеличивают доходность инвестирования в акции (см. пример в брошюре «Как выгодно и надежно инвестировать сбережения» на с. 16–17).

Безусловно, рассчитывать на столь же интенсивный рост курсов акций в следующее десятилетие вряд ли стоит. Однако при условии успешного развития российских корпораций курсовая стоимость их акций продолжит повышаться, и темпы этого роста в долгосрочной перспективе будут заметно опережать темпы инфляции, а также, с высокой долей вероятности, и темпы роста цен на недвижимость и на драгоценные металлы.

7. Покупка золота или других драгоценных металлов

Если бы в начале 2001 г. мы вложили деньги в золото, то к концу 2010 г. они увеличились бы в 5,65 раза, а к концу 2011 г. – в 5,78 раза¹¹. Однако подобного результата мы достигли бы только при условии незначительности затрат, связанных с проведением такой инвестиционной операции (например, инвестировали бы непосредственно в слитки либо во фьючерсные контракты на бирже в Нью-Йорке). В реальности же подавляющему большинству населения купить золото в инвестиционных целях можно было только в монетах (инвестирование в ювелирные изделия ведет к еще большим издержкам), продажа которых банками осуществляется с премией (т.е. с добавкой к биржевой цене золота), а выкуп – со скидкой. Исходя из реальных значений премий и скидок в 2001, 2010 и 2011 гг. деньги, инвестированные в золото, приросли бы за прошедшее десятилетие максимум в 4,88 раза (на конец 2010 г.) и в 4,97 раза (на конец 2011 г.).

Надо сказать, что инвестирование в другие драгоценные металлы могло принести существенно различающиеся результаты: инвестиция в

¹¹ Расчет сделан на основе котировок драгоценных металлов и учетных цен на драгоценные металлы Банка России, публикуемых на сайте Банка России www.cbr.ru.

серебро за 10 лет выросла бы в 7,14 раза, инвестиция в платину – в 3,09 раза, а вот при инвестировании в палладий мы потеряли бы 12% (все цифры приведены без учета затрат, связанных с проведением операций, и налогов, которые пришлось бы заплатить).

8. Покупка паев паевого инвестиционного фонда

Инвестирование в паевые инвестиционные фонды стоит особняком, так как в данном случае не существует индикатора, динамика которого могла бы характеризовать средний темп роста стоимости класса активов, в который вы инвестировали свои сбережения (на основании которых мы рассчитывали доходность инвестирования в акции, недвижимость, банковские депозиты, облигации). Доходность инвестирования в паи паевого инвестиционного фонда прямо зависит от структуры его портфеля, т.е. от тех инструментов, на инвестирование в которые ориентируется данный фонд.

Если фонд ориентируется на инвестирование в акции, доходность вложений в паи такого фонда будет приближаться к доходности инвестирования в акции; если фонд ориентируется на инвестиции в облигации, то доходность вложений в паи такого фонда будет близка к доходности облигаций. Существуют также смешанные фонды, сочетающие инвестирование в более надежные инструменты с инвестированием в более доходные, и степень сочетания в портфеле фонда активов более доходных и менее доходных может быть самая разная.

Мы взяли для примера результаты деятельности трех старейших российских фондов акций и трех старейших российских фондов облигаций. Они за прошедшее десятилетие (конец 2010 г. к началу 2001 г.) показали следующие результаты.

Фонды акций

ПИФ «Добрыня Никитич»: стоимость пая выросла в 14,68 раза. ПИФ «Паллада – фонд акций»: стоимость пая выросла в 8,75 раза. ПИФ «Петр Столыпин»: стоимость пая выросла в 14,59 раза.

2011 год был весьма трудным для рынка акций. Поэтому за 11 лет наблюдений цифры прироста капитала несколько снизились, но все равно

остались весьма высокими: стоимость пая ПИФа «Добрыня Никитич» выросла за этот период в 10,74 раза, стоимость пая ПИФа «Паллада – фонд акций» – в 6,21 раза, стоимость пая ПИФа «Петр Столыпин» – в 12,44 раза.

Фонды облигаций

ПИФ «Илья Муромец»: стоимость пая выросла в 4,46 раза. ПИФ «Паллада – фонд облигаций»: стоимость пая выросла в 3,8 раза. ПИФ «Русские облигации»: стоимость пая выросла в 5,39 раза.

Кризисные годы, тяжелые для инвестиций в акции, благотворно повлияли на результаты инвестиций в облигации. Поэтому за 2011 год вложения в ПИФы облигаций еще больше выросли. В итоге за 11 лет стоимость пая ПИФа «Илья Муромец» выросла в 4,84 раза, стоимость пая ПИФа «Паллада – фонд облигаций» – в 3,99 раза, стоимость пая ПИФа «Русские облигации» – в 5,61 раза.

Паевые инвестиционные фонды других типов (смешанные, индексные, денежного рынка, фонды фондов и т.д.) работают менее 10 лет. Но очевидно, что, например, смешанные фонды показывают доходность, как правило, более высокую, чем фонды облигаций, и более низкую, чем фонды акций.

Приведенные примеры свидетельствуют о том, что наши старейшие паевые инвестиционные фонды в большинстве случаев «переигрывают» рынок – доходность инвестирования в них выше, чем «в среднем по рынку», по крайней мере на долгосрочном временном интервале. Это служит признаком дополнительной привлекательности паевых инвестиционных фондов для частных инвесторов по сравнению с вариантами самостоятельного принятия ими инвестиционных решений.

Но и в этом случае следует помнить о наличии ряда затрат и о налогообложении доходов.

Таким образом, история последних десяти лет говорит о том, что:

- 1) Инвестиции в иностранную валюту на более или менее длительном временном интервале бессмысленны – это не подходящий инструмент для инвестирования ваших сбережений.
- 2) Инвестиции в недвижимость, в драгоценные металлы (золото и серебро) и особенно в акции приносят достаточно высокий доход,

значительно превышающий уровень инфляции. Однако, учитывая, что высокий доход сопряжен и с высоким риском, целесообразно дополнить данные высокодоходные активы менее доходными, но более надежными.

- 3) Инвестиции в банковские вклады, в государственные ценные бумаги и в корпоративные облигации приносят умеренный доход, позволяющий лишь частично (но не полностью) уберечь ваши сбережения от инфляции. Тем не менее, учитывая, что эти классы активов характеризуются достаточно высокой надежностью (т.е. низким уровнем риска), их целесообразно использовать при формировании более широкого портфеля ваших инвестиций в дополнение к более доходным классам активов.
- 4) Инвестиции в паевые инвестиционные фонды могут быть рекомендованы всем инвесторам, так как они уже являются по своей природе портфельными инвестициями и приносят вполне достойный доход. При этом среди паевых инвестиционных фондов почти каждый может найти такое соотношение риска и дохода, которое его устроит. Те же инвесторы, которые склонны самостоятельно принимать инвестиционные решения, должны сами формировать свои инвестиционные портфели. Но и при этом варианте часть средств такого портфеля вполне можно инвестировать в паевые фонды.

Складываем активы в портфель. Как сформировать правильный инвестиционный портфель

Рассмотрев по отдельности различные классы активов, в которые можно инвестировать сбережения, и оценив «историческую» доходность вложений в них, теперь перейдем к этапу синтеза этих классов активов, в результате которого можно сформировать достойный портфель ваших активов.

Прежде всего – что такое портфель и зачем нужно его формировать?

Инвестиционный портфель – это совокупный набор купленных вами инструментов инвестирования. Безусловно, термин «портфель» весьма

условен. Но если вы действительно представили себе, что такое портфель, то представьте себе также, что вы покупаете ценные бумаги и вкладываете в этот портфель средства¹². Бумаги растут в цене каждая по отдельности, но в результате расширяется и объем всего портфеля. Это значит, что растет его стоимость, т.е. совокупная стоимость всех активов, которые вы купили с инвестиционными целями.

Каждый инвестиционный портфель удобно представить в виде списка активов. Вот, например, портфель более или менее финансово грамотного составленного среднего по доходам российского гражданина, занимающегося инвестированием (см. первые две графы табл. 2), – портфель у него сбалансированный. А вот портфель студента, инвестировавшего свой небольшой летний заработок, – излишне агрессивный (следующие две графы). Или еще один вариант портфеля – отошедшего от дел экс-директора небольшого завода, недавно продавшего пакет акций этого завода (последние две графы). Портфель у начинающего пенсионера, естественно, преимущественно консервативный.

Таблица 2. Примеры инвестиционных портфелей

Сбалансированный портфель		Агрессивный портфель		Консервативный портфель	
Активы (инвестиционные инструменты)	Стоимость, тыс. руб.	Активы (инвестиционные инструменты)	Стоимость, тыс. руб.	Активы (инвестиционные инструменты)	Стоимость, тыс. руб.
Паи ПИФа 1	300	Акция 1	50	Недвижимость	30 000
Паи ПИФа 2	150	Акция 2	25	Депозиты в банках	50 000
Акция 1	100	Акция 3	25	Золотые монеты	20 000
Акция 2	100	Акция 4	20	Облигации	20 000
Акция 3	100	Акция 5	20	Паи ПИФа 2	30 000
Акция 4	100	Акция 6	10		
Акция 5	50				
Акция 6	25				
Акция 7	25				
Депозит в банке	500				
Золотые монеты	50				
Итого	1500	Итого	150	Итого	150 000

Примечание: ПИФ 1 – смешанный фонд; ПИФ 2 – фонд облигаций.

¹² Аналогия не соответствует действительности в том отношении, что настоящие ценные бумаги, напомним, никогда не существуют в бумажной форме (см. брошюру «Как выгодно и надежно инвестировать сбережения»), но в остальном она верна: портфель состоит из различных инструментов инвестирования.

Формирование портфеля требуется для снижения рисков, или, если точнее, для повышения устойчивости потока инвестиционных доходов (если мы преследуем цель получения текущего дохода – например, не хотим работать, а жить собираемся на доходы от инвестиций), либо для повышения вероятности получения предполагаемого дохода (если мы копим на определенную цель, предполагающую накопление относительно большой суммы, которую придется потратить единовременно).

Эффект портфеля можно пояснить на простейшем примере. Мы предполагаем инвестировать 100 тыс. рублей. Для этого мы можем просто купить какой-то один инструмент либо распределить деньги между несколькими инструментами. В первом случае мы можем купить инструмент 1 и получить доход в 50 тыс. рублей либо купить инструмент 2 и потерять 10 тыс. рублей. Естественно, в момент инвестирования мы не знаем, какой доход принесет тот или иной инструмент (это выясняется лишь по прошествии некоторого времени), но, выбирая его, мы надеемся на доход, а не на убыток. Во втором случае мы, распределив деньги поровну между двумя инструментами, получаем доход в размере 20 тыс. рублей.

В первом случае мы полностью зависим от доходности конкретного инструмента и всех рисков, свойственных ему. Во втором случае мы усредняем доходность, снижая риск.

Снижение риска в результате формирования портфеля усиливается по мере удлинения сроков инвестирования и увеличения количества разнообразных инструментов инвестирования. Но это лишь первая, «ненаучная», стадия снижения риска за счет формирования портфеля.

Мы формируем портфель именно потому, что не знаем будущего. Создание портфеля вместо покупки какого-то одного инструмента – это, говоря умным языком, диверсификация. В самой примитивной (так называемой «наивной») форме диверсификации используется принцип «не класть все яйца в одну корзину», с тем чтобы, если одна корзина упадет и все яйца в ней разобьются, сохранились бы яйца во всех остальных корзинах. Стратегия «наивной» диверсификации состоит в том, что инвестор просто («тупо») вкладывает свои средства в некоторое количество разных инструментов, число которых зачастую стремится максимально увеличить.

Данный принцип, несмотря на его примитивность, приносит результат – снижает риск инвестирования. Поэтому он достаточно долго оставался основным принципом формирования инвестиционного портфеля.

Однако при простом следовании данному принципу может случиться так, что мы покупаем разные инструменты, но с одинаковыми или похожими инвестиционными характеристиками и в результате можем столкнуться с ситуацией, когда все инструменты в нашем портфеле то одновременно растут в цене, то одновременно падают и заметного снижения риска неблагоприятного изменения цен не происходит.

Научный подход к диверсификации¹³ предполагает, что инструменты отбираются в портфель не просто так, а в соответствии с определенными параметрами, учет которых позволяет сформировать оптимальный портфель, т.е. портфель, минимизирующий риск при заданном уровне ожидаемой доходности (либо, наоборот, максимизирующий ожидаемую доходность при заданном уровне риска). Этими параметрами являются ковариация и корреляция – статистические характеристики согласованности колебаний случайных величин (в случае формирования портфеля финансовых активов – согласованности изменения цен на эти активы). При формировании портфеля из инструментов, коэффициенты корреляции которых отрицательны (т.е. их цены двигаются в противоположных направлениях), достигается максимальное снижение риска всего портфеля.

При переводе сложных научных терминов на более простой язык это означает, что с научной точки зрения портфель правильно формировать из тех инструментов, цены которых двигаются разнонаправленно. Учитывая, что инструментов, цены которых двигаются в направлении, противоположном тому, в котором двигаются цены всех других финансовых инструментов, на финансовом рынке практически никогда не бывает, теория говорит о следующем: портфельным менеджерам следует формировать портфель из инструментов, цены которых двигаются хотя бы не совсем одинаково. Как можно меньше похожести в движениях цен – вот девиз этого подхода в условиях современного финансового рынка.

¹³ Для более полного изучения вопросов грамотного управления инвестиционным портфелем на основе научного подхода к диверсификации можно порекомендовать такие признанные во всем мире учебники, как: Фабоцци Ф. Дж. Управление инвестициями. – М.: ИНФРА-М, 2000 и Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бэйли Дж. В. Инвестиции. – М.: ИНФРА-М, 1997.

Однако и научная диверсификация бессильна в тех случаях, когда финансовые рынки входят в период потрясений. Когда рушится все, трудно остаться в стороне от кризиса и продолжать получать прибыль¹⁴. Теории следующим образом описывают границы, в которых формирование портфелей помогает сократить риск. Весь риск подразделяется на два вида: систематический, или рыночный (т.е. риск, свойственный всему рынку), и несистематический, или собственный (*unique*) (т.е. риск, свойственный отдельному инструменту). Диверсификация позволяет минимизировать (при формировании так называемого оптимального портфеля – практически полностью устранить) несистематический риск, но систематический риск диверсификации не поддается.

Именно поэтому в ожидании кризисов инвестиционные управляющие изменяют структуру инвестиционных портфелей, сокращая долю более рискованных активов и увеличивая долю менее доходных, но более надежных. И поэтому в беспокойные времена мы часто слышим о том, что тот или иной признанный авторитет портфельного менеджмента принял решение продать все акции и всю недвижимость и перевести средства в казначейские облигации США или в золото.

Научный подход к диверсификации получил, по имени ученого, его предложившего, название «стратегия диверсификации Марковитца». Гарри Марковитц действительно сделал гениальное открытие, которое перевернуло финансовую науку. Но практическая реализация его подхода весьма затруднительна. Почти наверняка вам не удастся самостоятельно подобрать инструменты в портфель, следуя данной стратегии. Вот только

¹⁴ В данном случае мы не учитываем те возможности получения прибыли при любом движении рынка, которые предоставляют классические хедж-фонды. Фонды этого класса придерживаются следующей стратегии: они покупают наиболее привлекательные с точки зрения потенциала роста курсовой стоимости (наиболее недооцененные) активы и продают активы с наихудшими инвестиционными характеристиками (и, следовательно, с наихудшими перспективами роста курсовой стоимости). Но продать активы, которыми они не владеют, фонды могут только «в шорт», т.е. занимая данные инструменты у брокера и обязуясь через определенный промежуток времени (после того, как эти инструменты упадут в цене) их вернуть, для чего выкупить на рынке обратно. Уже из этой самой краткой характеристики деятельности хедж-фондов становится понятно, что они используют достаточно рискованные и одновременно профессиональные технологии. Поэтому мы не рекомендуем для начинающего инвестора использование подобных технологий. Подробнее о деятельности хедж-фондов см.: Котиков В., Нэйл Дж. Хедж-фонды: Игра на рынке по новым правилам. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.

последовательность необходимых действий¹⁵: сначала нужно определить «угловые» портфели эффективного множества портфелей Марковитца, рассчитав их ожидаемую доходность и риск; затем, используя алгоритм квадратического программирования, известный как метод критических линий, рассчитать структуру каждого «углового» портфеля; затем определить точку касания кривой безразличия, соответствующей представлению инвестора о допустимом уровне риска, и эффективного множества; после этого, проектируя точку касания на ось ожидаемой доходности, зафиксировать требуемую ожидаемую доходность; потом выявить «угловые» портфели, ближайшие (по уровню ожидаемой доходности) к зафиксированной ожидаемой доходности; определить пропорции между ожидаемыми доходностями этих «угловых» портфелей и зафиксированной ожидаемой доходностью; и, наконец, используя эти пропорции, из структур ближайших «угловых» портфелей вычислить структуру оптимального портфеля. Уф, все!

Поэтому, если вы захотите на практике сформировать портфель «по науке», лучше обратиться к профессиональным участникам рынка. Но, скажем вам по секрету, вряд ли кто-либо из этих самых профессиональных участников в действительности использует стратегию диверсификации Марковитца в своей практической деятельности. Причем это касается не только российских брокеров-дилеров и управляющих – так происходит во всем мире.

Посмотрите в качестве примера на структуру тех портфелей, которые рекомендуют российские брокеры и управляющие. Чаще всего они включают в портфель те инструменты, которые считают наиболее недооцененными¹⁶. При этом на самом деле они используют отраслевую диверсификацию (например, при формировании портфеля акций берут

¹⁵ Более подробно, но достаточно понятно она описана в книге: Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бэйли Дж. В. Инвестиции. – М.: ИНФРА-М, 1997. С. 221–226.

¹⁶ При этом нельзя забывать, что саму недооцененность брокеры оценивают по-разному, поэтому вполне может случиться так, что одну и ту же акцию один брокер рекомендует к покупке, ожидая роста ее курсовой стоимости в течение года процентов на 20–25, а другой рекомендует продавать, ожидая падения ее курсовой стоимости процентов на 10. Поэтому не следует ориентироваться на мнение только одного брокера. Не случайно некоторые информационные агентства публикуют так называемый консенсус-прогноз, в котором собраны мнения различных брокерских домов. Если большинство брокерских домов с наиболее квалифицированными командами аналитиков считают, что бумага будет расти, то, скорее всего, в большинстве случаев так и произойдет.

акции двух-трех наиболее недооцененных, по их мнению, акций нефтегазового сектора, по одной-две наиболее недооцененных акций банков, энергетических компаний, телекоммуникаций, потребительского сектора).

Теория Марковитца, как и все гениальные теоретические конструкции, хороша именно в теории, но при ее применении на практике встречаются затруднения. В современном мире алгоритм определения оптимальных портфелей, естественно, компьютеризирован. Но, так же как в мире шахмат лучшие гроссмейстеры пока еще одерживают победы над шахматными компьютерами, так и в деятельности по формированию и управлению инвестиционными портфелями человек пока еще более эффективен. И в этой сфере его преимущество пока еще более заметно, чем в шахматах, – ведь здесь научный метод формирования портфелей, определяя ожидаемые доходности и риски, опирается на информацию из прошлого, а законы изменчивой жизни значительно сложнее неизменных шахматных правил.

Что же делать бедному мелкому инвестору в этой ситуации? Наверное, еще раз прислушаться к совету обратиться к услугам профессиональных финансовых институтов – брокеров и/или управляющих компаний.

Тем же, кто решил идти вперед самостоятельно, можно предложить упрощенный вариант диверсификации портфеля (не забывая одновременно и о полезности отраслевой диверсификации). Этот вариант основан на принципе сочетания в рамках портфеля более рискованных инструментов с менее рискованными. Помните, мы немного выше говорили о том, что, предчувствуя кризис, лучшие портфельные управляющие уходят из акций и недвижимости и «вкладываются» в государственные облигации и золото. Это значит, что, скорее всего, в этот период цены акций и цены на недвижимость будут падать, а цены на государственные облигации и на золото – расти.

Вспомните в связи с этим относительно недавний пример: осенью 2008 г. цены на российские акции стремительно падали, а банки устанавливали по депозитам все более высокие ставки – сначала 12%, потом 15%, а некоторые затем и 17,5%. Если бы в этот период вы формировали свой портфель из акций (ожидая, что их падение прекратится) и банковских вкладов, то уменьшение стоимости акций (которые, допустим, все еще

продолжали падать) в вашем портфеле частично компенсировалось бы доходностью банковских вкладов. В качестве такого инструмента, компенсирующего потери по высокодоходным инструментам, могли бы выступить и облигации надежных заемщиков, и золотые монеты. Да и простая покупка свободно конвертируемой валюты на период в несколько месяцев (максимально – с июля 2008 г. по февраль 2009 г.) также сыграла бы ту же самую роль.

Следование этому принципу означает, что мы покупаем и «складываем в портфель» и инструменты с потенциально более высоким доходом и более высоким риском, и инструменты с более низким доходом и более низким риском.

Посмотрите историю изменения цен на те группы активов, в которые вы предполагаете инвестировать. Выявите группы активов с противоположным движением цен и именно за счет них формируйте портфель.

Но как определить пропорции между более рискованными и более надежными инструментами в вашем портфеле? Для каждого эта пропорция будет своя, соответствующая его представлениям о допустимом уровне риска.

К сожалению, в России не существует в достаточном количестве доступных источников информации о рисках того или иного портфеля. Можем в этой связи рекомендовать вам посетить сайт профессора Высшей школы экономики Александра Абрамова (www.aea.ru). На нем вы найдете расчеты основных инвестиционных характеристик пяти инвестиционных портфелей с разным уровнем риска¹⁷. Правда, расчеты сделаны за период 2000–2007 гг., т.е. не охватывают кризисного периода. Но они могут дать представление о рисках и доходах этих достаточно типовых портфелей¹⁸.

Отчасти восполняя здесь не учтенные коллегой годы, приводим значения доходности данных портфелей за 2001–2010 гг. (см. табл. 3). В этой же таблице мы представим, в порядке снижения риска и

¹⁷ <http://www.aea.ru/programs/programma-3-vspomogatelnyjj-material-k-posobiju-dl/136/>

¹⁸ Среди основных инвестиционных характеристик портфелей, рассчитанных А.Е. Абрамовым (средняя годовая доходность за вычетом инфляции; лучшее и худшее годовые значения данного показателя; стандартное отклонение), именно последний показатель (стандартное отклонение) является общепризнанной мерой риска (чем больше стандартное отклонение, тем выше риск портфеля).

потенциальной доходности, еще несколько возможных портфелей, из которых инвестор может выбрать наиболее подходящий для себя. Выше мы просчитали доходность различных групп активов за 10-летний период (см. с. 12–21 настоящей брошюры) и теперь используем эти данные для оценки доходности портфелей. Сейчас рынки инструментов для инвестирования в России уже достаточно зрелые, чтобы в целом выполнялось соответствие между уровнем доходности и уровнем риска. Поэтому по мере снижения потенциальной доходности от портфеля к портфелю соответствующим темпом будет расти и надежность этих портфелей.

Таблица 3. Доходности портфелей за период 2001–2010 гг., в %

Название (характеристика) портфеля	Состав портфеля, в %	Доходность-1*	Доходность-2**
Агрессивный***	Акции – 95; банковские депозиты – 5	88,5	74,3
Портфель роста	Акции – 80; банковские депозиты – 5; недвижимость – 10; золото – 5	79,2	66,3
Активный***	Акции – 80; облигации – 15; банковские депозиты – 5	74,9	62,5
Портфель умеренного роста	Акции – 50; государственные облигации – 5; корпоративные облигации – 10; банковские депозиты – 5; недвижимость – 20; золото – 10	56,1	46,2
Умеренный***	Акции – 60; облигации – 35; банковские депозиты – 5	55,8	46,3
Сбалансированный	Акции – 40; государственные облигации – 5; корпоративные облигации – 15; банковские депозиты – 5; недвижимость – 20; золото – 15	47,8	39,0
Осторожный***	Акции – 40; облигации – 50; банковские депозиты – 10	36,6	29,9
Диверсифицированный	Акции – 25; государственные облигации – 15; корпоративные облигации – 15; банковские депозиты – 15; недвижимость – 15; золото – 15	30,9	24,8
Ликвидный	Акции – 20; государственные облигации – 20; банковские депозиты – 40; золото – 20	19,4	15,4
Портфель текущих доходов	Акции – 20; корпоративные облигации – 50; банковские депозиты – 30	18,6	14,1
Консервативный***	Акции – 20; облигации – 50; банковские депозиты – 30	16,6	13,0

* – Доходность-1: среднегодовая полная доходность за вычетом инфляции.

** – Доходность-2: среднегодовая доходность после налогообложения за вычетом инфляции.

*** – Портфели, предложенные А. Е. Абрамовым. Остальные портфели предложены нами.

Как видим, любой из представленных в табл. 3 портфелей позволяет получить доходность выше темпа инфляции, т.е. реально сберечь и преумножить свой капитал. Тем не менее остается весьма важный момент соответствия формируемого инвестиционного портфеля вашим инвестиционным целям. Этот момент в некоторых ситуациях становится даже более важен, чем доходность. Ведь если вы хотели инвестировать сбережения для того, чтобы иметь возможность жить на текущие доходы, которые постоянно начисляются по инструментам, входящим в портфель, а получилось так, что сформированный портфель сориентирован на рост, но не дает текущих доходов, то зачем он вам? Или, например, вы копили деньги на подарок к юбилею, а непосредственно перед самым юбилеем оказалось, что все инвестировано в низколиквидные активы, которые продавать нужно еще два месяца.

Можно привести еще массу примеров несоответствия портфеля тем целям, для которых он формировался. Поэтому в момент формирования портфеля проанализируйте его на предмет соответствия вашим целям. При этом важнейшими аспектами, которые требуют внимания, являются:

- ликвидность портфеля;
- соотношение текущих доходов и долгосрочного прироста стоимости;
- соответствие по времени, что предполагает планирование момента продажи портфеля исходя из достижения возможного максимума его цены.

Последний аспект требует дополнительного пояснения. Если вы инвестируете на достаточно длительный срок и при этом предполагаете потратить деньги, вырученные от продажи портфеля, на вполне конкретное, по времени реализации, мероприятие, то лучше заранее спрогнозировать момент «выхода из инвестиций», т.е. момент времени, в который вы предполагаете превратить свои инвестиции в деньги. При четком определении нужного вам момента «выхода из портфеля» оценки возможного поведения рынков финансовых инструментов и, следовательно, оценки стоимости вашего портфеля в этот момент будут намного более устойчивыми, чем при следовании стратегии «ввяжемся, а там видно будет».

Планируя момент выхода, необходимо попытаться спрогнозировать поведение рынка в этот момент и в течение всего периода до его наступления. Для этого целесообразно посмотреть аналитические материалы вашего брокера, а лучше нескольких брокеров, а также их инвестиционные рекомендации и их представления о будущих ценах (так называемых «таргетах») тех активов, в которые инвестированы ваши сбережения. Ведь может оказаться, что с большой долей вероятности стоимость вашего портфеля за достаточно продолжительный период не изменится или даже изменится негативным образом. В этом случае нет смысла дожидаться намеченного момента выхода и заранее «выйти в деньги».

Но при этом нужно иметь в виду, что брокерские прогнозы и рекомендации тоже не стоят на месте, сами брокеры их достаточно часто пересматривают. Поэтому, кроме текущих оценок будущих цен, даваемых брокерами, целесообразно также посмотреть историю изменения этих прогнозных оценок.

Может случиться и так, что, вопреки вашим ожиданиям и ожиданиям ваших брокеров, рынок резко пойдет вниз непосредственно перед намеченным моментом «выхода в деньги». Что делать в этой ситуации? Если у вас нет крайней необходимости изъять с финансового рынка свои сбережения именно в данный момент, то выход лучше отложить. Ведь очень часто бывает, что рынок впадает в панику и через несколько дней можно будет продать ваши активы гораздо дороже.

Существуют также и определенные «сезонные» закономерности изменения цен на некоторые финансовые активы, в частности на акции.

Еще более сложная ситуация возникает, когда внезапное снижение рынка отражает проявления достаточно серьезного и продолжительного кризиса. Но и в этой ситуации, прежде чем продавать, подумайте над перспективой стать долгосрочным инвестором, оставив свой портфель до лучших времен. Если есть уверенность, что «дно» падения на рынке уже достигнуто и хуже уже не будет, возможно, лучше именно так и сделать.

Данный вопрос затронут нами здесь не случайно. Выход мелких инвесторов из своих инвестиций в периоды локальных минимумов, как показывает практика, – достаточно распространенное явление. Это вполне типичная ошибка в инвестиционной деятельности домохозяйств. Мы

подробно рассматриваем ее в другой брошюре нашей серии – «Финансовая безопасность домохозяйств (основные ошибки в инвестиционной деятельности домохозяйств)».

Еще раз о рисках

Завершая разговор о том, куда вложить деньги, следует еще раз уделить внимание рискам. Мы можем максимально точно просчитать уже полученную доходность по тому или иному инструменту, по тому или иному портфелю. Но мы не можем точно знать, какую доходность мы по ним получим. Мы не можем предвидеть будущее, не можем знать, какие глобальные события (революционные открытия, катастрофы, войны, смены элит и т.д.) произойдут в будущем, которые, без всяких сомнений, повлияют на доходность наших инвестиций.

Но для грамотного инвестирования мы можем и должны определить и оценить основные риски инвестирования. Выше (см. с. 5–6) мы их уже перечислили. Это:

1) Риск неблагоприятного изменения цен на инструменты, в которые вы инвестировали деньги (рыночный риск).

Наиболее высок данный вид риска для акций (особенно), драгоценных металлов и недвижимости. Снижается диверсификацией портфеля, сокращением доли данных активов в портфеле в предкризисный период.

2) Валютный риск.

Возникает в том случае, если вы считаете результаты инвестирования в одной валюте, а инвестируете в другую валюту или в инструмент, номинированный в другой валюте. Снижается очень просто – не инвестируйте в инструменты, выраженные в других валютах. Вы вполне можете найти аналогичные по инвестиционным характеристикам инструменты, выраженные в рублях. Для особо активных инвесторов, ищущих то, что не представлено на российском рынке, совет один – найдите паевой инвестиционный фонд, инвестирующий в то, что вам интересно.

3) Риск ликвидности.

Состоит в опасности снижения ликвидности рынка тех инструментов, в которые вы инвестировали свои сбережения, в результате чего могут возникнуть потери в цене при продаже инструмента и может увеличиться время, требующееся для его продажи. Для сокращения подобных потерь оценивайте ликвидность инструментов и старайтесь выделить побольше времени на продажу наименее ликвидных инструментов. Чем менее ликвиден инструмент, тем больше времени вам потребуется для его продажи по приемлемой цене.

4) Процентный риск.

Состоит в том, что с течением времени процентная ставка по долговым инструментам, в которые вы инвестируете, может снижаться. Присущ только долговым инструментам (облигациям). Снижение этого вида риска может быть достигнуто за счет увеличения срока обращения инструментов, в которые вы инвестируете, а также путем постепенной (по мере снижения процентных ставок) замены в вашем портфеле долговых инструментов на долевые. Но наилучшее решение данной проблемы – обращение к возможностям паевых инвестиционных фондов.

5) Риск финансовых посредников.

Состоит в возможном невыполнении перед вами обязательств финансовым посредником, в том числе в результате его банкротства. Если вы кладете деньги в банк, то заметим, что в настоящее время все банки, которые имеют право принимать вклады от населения, включены в систему страхования вкладов. В рамках этой системы вклады до 700 тыс. рублей (с учетом накопленных процентов) компенсируются в случае, если банк не способен выплатить эти деньги¹⁹. Если вы пользуетесь услугами брокера, то в настоящее время вам следует самим тщательно выбирать брокера, анализируя его надежность (подробнее об этом см. брошюру «Как выбрать брокера для работы на финансовом рынке»). В будущем планируется создание компенсационных фондов, за счет которых будут

¹⁹ Система обязательного страхования банковских вкладов населения является специальной государственной программой, реализуемой в соответствии с Федеральным законом 177-ФЗ «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации». Подробная информация о том, как работает эта система и как можно получить деньги в случае банкротства банка, содержится на сайте Государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов» <http://www.asv.org.ru/>

компенсироваться потери инвесторов, пострадавших вследствие невыполнения брокером своих обязательств.

б) Инфраструктурные и операционные риски.

Состоят в возможных нарушениях прав инвесторов в результате технических сбоев или намеренных противоправных действий в сфере учета прав на финансовые инструменты и в сфере обращения инструментов инвестирования. Данные риски устраняются системой государственного регулирования, поэтому вы можете снизить их, обращаясь только к услугам лицензированных инфраструктурных институтов. В том случае, если вы пользуетесь услугами профессиональных (лицензированных) финансовых посредников, вы не сталкиваетесь с этими рисками напрямую – с ними сталкивается ваш брокер. Но если вы не пользуетесь услугами финансовых посредников, эти риски – ваши. Не пользуйтесь услугами всяческих форексов и прочих псевдобирж, и все будет нормально.

Как правило, чем больше временной горизонт инвестирования (т.е. чем на больший срок мы вкладываем деньги), тем выше риск (и, соответственно, тем выше доходность), поскольку за более длинный промежуток времени случается больше событий, влияющих на стоимость тех инструментов, в которые мы инвестировали свои сбережения. Но это далеко не обязательное правило – в зависимости риска от продолжительности инвестирования есть свои парадоксы.

Например, что касается рыночного риска, т.е. риска неблагоприятного движения цен на тот инструмент, в который вы инвестировали свои деньги, то здесь чем длиннее горизонт инвестирования, тем ниже эта составляющая риска. Данный парадокс особенно заметен на рынках акций и недвижимости. Это связано с тем, что цены на наиболее рискованные финансовые активы в наибольшей степени (среди других инструментов) зависят от экономического цикла. В течение среднесрочного (около 10 лет) цикла экономической конъюнктуры происходят и быстрый рост цен, и их падение; кроме того, существуют достаточно продолжительные периоды вялой конъюнктуры с относительно небольшими ценовыми изменениями. Но все это повторяется циклически: за спадом следует подъем, а за подъемом – спад. На длинном горизонте все колебания цен (а они для акций и для недвижимости наиболее значительны среди всех

инструментов инвестирования) в конце концов усредняются, взаимно компенсируются. Поэтому в итоге оказывается, что реальная доходность за длительный период времени на этих рынках достаточно высока, несмотря на наличие периодов весьма глубоких падений цен.

Принимая решение об инвестировании, выбирая объекты для инвестирования и формируя инвестиционный портфель, нужно после того, как определится проект инвестиционного решения, постараться проанализировать его риски. Попробуйте оценить реальные риски предполагаемого инвестиционного решения – и лишь потом претворяйте его в жизнь.

Серия «Финансовая грамотность»

**КУДА ВЛОЖИТЬ ДЕНЬГИ (ОСНОВЫ ФОРМИРОВАНИЯ
ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ ДЛЯ МЕЛКОГО ИНВЕСТОРА)**

Ответственный за выпуск Алексей Ведев
Редактор Ирина Карясова
Художественное оформление и верстка Ольги Белобородовой

Подп. в печать 29.05.2012. Формат изд 145x215. Печать офсетная.
Тираж 1000 экз. Усл. печ. л. 60 x 90/16. Заказ №

ООО «Аналитическая лаборатория "ВЕДИ"»,
119034, Москва, Пречистенская наб., д. 11, офис 401В

Отпечатано в типографии ООО «Лига-Принт»,
105203, Москва, 12-я Парковая ул., д.11/49
