

УДК 330.142.211

## ВНУТРЕННИЕ СБЕРЕЖЕНИЯ КАК ФАКТОР ИНТЕНСИФИКАЦИИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЦЕССА

**Гончарова Е.Б., Гонзюх Е.А.**

*Камышинский технологический институт (филиал), ФГБОУ ВПО «Волгоградский государственный технический университет», Камышин, e-mail: sun-e@list.ru, egonz@yandex.ru*

В настоящей статье представлен ретроспективный анализ и обзор современного состояния использования накоплений населения России с целью стимулирования роста отечественной экономики. Актуальность рассматриваемых вопросов связана с ухудшением доступа российских компаний на рынки капитала в силу обострения внешнеполитической обстановки и введенных рядом иностранных государств санкций против ряда крупных российских компаний. В сложившихся условиях особую важность приобретает вопрос поиска альтернативных источников инвестиционных ресурсов как для рефинансирования имеющихся обязательств, так и для последующего обеспечения инвестиционного процесса. На основе оценки потенциала внутренних источников инвестиций и анализа возможностей их мобилизации рассмотрены перспективы привлечения средств населения на российский рынок капитала. Особый акцент сделан на возможностях и перспективах системы индивидуальных инвестиционных счетов, которая на данный момент рассматривается как основной способ стимулирования индивидуальной активности домохозяйств на финансовом рынке. В статье проанализирован ряд проблем, связанных с привлечением средств населения через механизм индивидуальных инвестиционных счетов, и рассмотрены варианты их решения.

**Ключевые слова:** инвестиции, накопления, индивидуальные инвестиционные счета

## DOMESTIC SAVINGS INTENSIFICATION FACTORS INVESTMENT PROCESS

**Goncharova E.B., Gonzyukh E.A.**

*Kamyshin institute of technology (branch) Volgograd state technical university, Kamyshin, e-mail: sun-e@list.ru, egonz@yandex.ru*

This article presents a retrospective analysis and review of the current state of the use of savings of the Russian population in order to stimulate the growth of the domestic economy. The urgency of the issues associated with the deterioration of Russian companies access to the capital markets due to aggravation of the situation of foreign and imposed a number of sanctions against foreign states a number of large Russian companies. Under these circumstances, special importance is the question of finding alternative sources of investment resources for refinancing existing obligations, and to ensure further investment process. Based on the evaluation of the capacity of domestic sources of investment opportunities and analysis of the prospects for mobilizing the population to raise funds on the Russian capital market. Particular emphasis is placed on the possibilities and prospects of individual investment accounts which are currently seen as the main way to stimulate the activity of individual households in the financial market. The article analyzes a number of problems associated with the involvement of the population through the mechanism of individual investment accounts, and considered options for their solutions.

**Keywords:** investments, savings, private investment accounts

Основным вектором движения российской экономики на протяжении последних двух лет стало так называемое «замещение» – очередной вариант провозглашенной в 1945 г. Мао Цзэдуном идеи «опоры на собственные силы» как основы развития страны с целью обеспечения ее экономического суверенитета.

С начавшейся в 2014 г. «войной санкций и «антисанкций» и особенно в связи с произошедшей в конце того же года резкой девальвацией рубля, вызвавшей существенное удорожание импорта и всплеск инфляции, одним из ключевых направлений работы правительства стало товарное импортозамещение (при всей спорности тезиса о его реализуемости и наличии практического смысла такого процесса). Одновременное закрытие для российских компаний международных рынков капитала, вызванное все той же «войной санкций», обусловило не-

обходимость еще одного вида «замещения» как составной части работы по строительству изолированной от внешнего мира экономики – замещения источников финансирования внутренних инвестиций.

На состоявшемся в июне 2015 г. Петербургском международном экономическом форуме темой для обсуждения в рамках «круглого стола» стало капиталозамещение как поиск внутренних источников и форм финансирования экономического роста [8]. Масштаб данного вопроса весьма серьезен: по данным Банка России, по состоянию на конец 2 квартала 2015 г. общий объем внешней задолженности российских банков и нефинансовых корпораций составлял 510 млрд долларов (27,3 трлн руб. по курсу ЦБ РФ на 30 июня 2015 г.) [9]. Поскольку возможности рефинансирования обязательств по кредитам и еврооблигациям у российских компаний были практически

сведены к нулю, актуальность этой темы объективно обусловлена в гораздо большей степени, чем замещение импорта товарами локального производства, постоянное упоминание о котором стало не столько необходимой частью работы по адаптации российской экономики к изменившимся условиям, сколько своего рода «символом веры», свидетельствующим о поддержке проводимого руководством страны курса на изоляцию российской экономики.

Необходимость более полного использования внутренних источников инвестирования была декларирована достаточно давно и стала одним из факторов реформирования пенсионной системы в первой половине прошлого десятилетия. Однако к 2014 г. данная проблематика в значительной мере потеряла свою актуальность.

Среди прочего, это было вызвано сверхмягкой монетарной политикой ведущих мировых центробанков и прежде всего – ФРС США. Попытки монетарных властей ряда стран запустить стагнирующие после кризиса 2008 г. экономики привели к наводнению мировой финансовой системы огромным объемом денежной массы и беспрецедентным снижением процентных ставок, опустившихся до нулевой отметки и даже ниже. В условиях свободного перемещения капиталов между рынками российские компании получили доступ к заемным ресурсам на весьма выгодных условиях. Особенно такая ситуация была благоприятна для экспортеров, имеющих валютную выручку и защищенных тем самым от возможного роста курса валюты фондирования – прежде всего доллара США.

Привлечение средств на локальном рынке в национальной валюте обходилось существенно дороже и использовалось либо как дополнительный источник финансирования, либо в случае невозможности выхода отдельных компаний на мировые рынки капитала в силу отсутствия валютной выручки, малых масштабов бизнеса, а также отсутствия или низкого уровня международных кредитных рейтингов.

Открытость и привлекательность российского рынка для иностранных инвесторов привели к возникновению серьезного давления на процентные ставки на внутреннем рынке, в результате чего в 2011–2013 гг. (до начала ужесточения денежно-кредитной политики российского Центробанка) привлечение средств российскими компаниями на рынке рублевых облигаций на срок 3–5 лет проходило по ставкам 7–8% годовых при инфляции порядка 6,5% (до аналогичных уровней опустились и ставки по банковским вкладам), что вряд ли можно

было назвать очень привлекательным для внутренних инвесторов.

В условиях постоянно растущих доходов и высокого курса национальной валюты, обеспечившего относительную дешевизну импортируемых товаров, одним из главных факторов экономического роста докризисных лет стала потребительская активность населения, подогреваемая к тому же ростом объемов потребительского кредитования. Даже в 2014 г., когда темпы роста ВВП России упали почти до нуля, составив 0,6%, вклад потребления в величину этого показателя составил 1%, т.е. компенсировал негативное влияние на рост такого показателя, как валовое накопление капитала [1]. В результате к началу 2014 г. общий объем кредитов, предоставленных населению, превысил 10 трлн руб. [6], а доля выплат по кредитам достигла 21% от общих доходов домохозяйств [13], что существенно превышает аналогичные показатели развитых стран и сужает базу для формирования внутренних источников инвестиционных ресурсов. С учетом высокого уровня ставок по потребительским кредитам можно констатировать крайне низкий уровень склонности к сбережению у российских домохозяйств, которые и должны являться основным источником инвестиционных ресурсов в экономике. И хотя с декабря 2014 г. Банк России отмечает начало снижения объемов кредитования населения, нельзя сказать, что это автоматически приведет к росту сбережений в абсолютном выражении: уровень реальных располагаемых денежных доходов населения в первом полугодии 2015 г. снизился на 3,1% [11].

Немаловажную роль в отсутствии необходимости задействования внутренних источников инвестирования сыграло и увеличение доходов государства, за счет которых был реализован ряд крупных проектов.

Таким образом, в период 2010–2013 гг. (после преодоления кризиса 2008–2009 гг.) сложилась ситуация, когда сбережения населения как фактор инвестиционной активности в российской экономике оказались неактуальными.

Ситуация резко поменялась в 2014 г. с закрытием для российских компаний международных рынков капитала и падением цен на нефть, в результате которого стало неизбежным сворачивание инвестиционной активности государства и его превращение из финансового донора в реципиента. В частности, министр финансов России А. Силуанов 22 сентября 2015 г. озвучил предложение министерства сформировать бюджет на 2016 г. с дефицитом 3% ВВП (т.е. порядка 2 трлн руб.) с одновременным

сохранением Резервного фонда и Фонда национального благосостояния, общая сумма которых составляет почти 8,8 трлн руб. [4]. Это означает, что для покрытия бюджетного дефицита государство будет вынуждено обратиться к заимствованиям прежде всего на внутреннем долговом рынке. Все это привело к актуализации вопроса о «капиталозамещении».

Комментируя сложившуюся ситуацию, премьер-министр РФ Д. Медведев в своей

Однако в любом случае, помимо использования резервов «немедленного действия», таких как «заморозка» пенсионных накоплений (с вполне реальной перспективой полного демонтажа накопительной составляющей пенсионной системы) и за действия накопленных средств суверенных фондов, на повестке дня возник вопрос о мобилизации сбережений населения, объем и структура которых представлены в таблице.

Объем и состав денежных накоплений населения на 1 августа 2015 г.

Вид накоплений	Общий объем, млрд руб.	Доля в накоплениях, %
Вклады в банках в рублях [12]	14 969,7	46,0
Вклады в банках в валюте [12]	5 512,6	16,9
Наличные рубли [7]	3 910,3	12,0
Ценные бумаги [7]	3 143,4	9,7
Наличная валюта <sup>1</sup>	~5 000,0	15,4
ИТОГО	32 536,0	100,0

Пр и м е ч а н и е . По приблизительным экспертным оценкам, общий объем наличной валюты у населения может составлять порядка 80 млрд долл. США

статье «Новая реальность: Россия и глобальные вызовы» [5] отмечает, что «государственные инвестиции не могут быть главным источником роста на все времена», подчеркивая, что они сыграли свою важную роль в условиях «невысокой активности частных инвесторов». Он отмечает, что «привлечение частных инвесторов должно выйти на первый план в деятельности органов государственного управления всех уровней» и что «внимание к этой проблеме было ослаблено в предыдущие годы, поскольку существовал мощный приток финансовых ресурсов». Среди основных задач работы правительства его глава называет «последовательную реализацию курса на привлечение частных инвестиций, на повышение их роли в обеспечении экономического роста», при этом внутренние сбережения названы «важнейшим источником инвестиций». Примечательно, однако, что премьер-министр, говоря о необходимости использования внутренних сбережений, рассчитывает не только на индивидуальную активность частных инвесторов, но и называет страховую и пенсионную систему «главным источником формирования «длинных денег» в экономике», что входит в некоторое противоречие с фактическими действиями властей в отношении той же пенсионной системы, которая уже фактически начала использоваться государством не как источник «длинных денег», а как средство для покрытия текущих бюджетных расходов.

Таким образом, несмотря на отмеченную выше низкую склонность населения России к сбережению, общий объем накоплений выглядит довольно значительным. Его величина превышает суммарную капитализацию акций, обращающихся на Московской бирже, которая составляет 28,9 трлн руб. [3]. Другими словами, объем накоплений населения соответствует примерно 3/4 российского рынка акций и облигаций и превосходит упомянутую выше сумму внешней задолженности российских компаний в 510 млрд долл., что вызывает естественный интерес со стороны государства, задачей которого является обеспечение финансовой устойчивости российской экономики и перезапуск ее роста. Кроме того, государство заинтересовано в использовании данного ресурса для покрытия ставшего реальностью бюджетного дефицита.

Другое дело, что более 70% сбережений уже находятся в финансовой системе напрямую на рынке ценных бумаг или опосредованно через банки, которые, в свою очередь, сами являются активными участниками рынка ценных бумаг и через механизм операций РЕПО привлекают в систему дополнительные средства Банка России. Рассмотрение же незадействованных средств, хранящихся в виде наличных денег, в качестве инвестиционного ресурса в силу ряда причин может быть весьма проблематичным.

Из числа инициатив, призванных обеспечить вывод средств населения на рынок

капитала, можно выделить введение института индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС), а также обсуждение запуска механизма приобретения ОФЗ физическими лицами через банки без открытия счетов у брокеров или управляющих.

Если вторая из этих новаций пока еще имеет характер проекта, то ИИС заработали с 1 января 2015 года, и по состоянию на 15 сентября Московская биржа зарегистрировала 51 112 таких счетов [10]. По оценке экспертов компании БКС, в среднем остаток средств на ИИС составляет примерно 200 тыс. руб. при максимально разрешенной сумме 400 тыс. руб., т.е. общая их емкость составляет порядка 10 млрд рублей.

ИИС стали одной из самых заметных тем, обсуждавшихся участниками финансового рынка в течение последнего года. Предоставление льготного режима налогообложения призвано обеспечить интерес населения к вложению средств в рыночные инструменты и рассматривается как основное преимущество ИИС по сравнению с альтернативными вариантами инвестирования накоплений домохозяйств.

В силу своих неоспоримых достоинств введение ИИС породило достаточно оптимистичные ожидания относительно их роли в вовлечении средств населения в инвестиционный процесс. Так первый заместитель председателя Банка России С. Швецов высказал мнение, что система стимулов для развития долгосрочных инвестиций способна привлечь на рынки капитала, минуя банки, до 15 трлн руб. к 2020 г., ожидая одновременно прироста банковских депозитов вдвое – до 40 трлн руб. по сравнению с нынешними 20 трлн руб. [8]. Все это предполагает, однако, как минимум удвоение общего объема сбережений населения в течение 5 лет, что представляется сомнительным в условиях падения доходов и развития инфляционных процессов.

Стоит не забывать и о том, что рядовой инвестор, пожелавший воспользоваться льготами, предоставляемыми государством, неизбежно столкнется с рядом трудностей, суть которых будет связана не только с возможными недостатками системы ИИС.

Так, сделав выбор в пользу облигаций, частный инвестор столкнется с несправедливым устройством режима налогообложения, действующим в отношении этих бумаг. Речь идет о применении нулевой ставки налога на доходы физических лиц в отношении купонов по государственным и муниципальным облигациям и взимании налога в размере 13% с купонов, уплачиваемых прочими эмитентами. Если речь идет о необходимости привлечения не только средств

в бюджет, но и инвестиций в экономику, представляется совершенно необходимым обнулить налоговые ставки в отношении купонов по корпоративным облигациям, тем более что облигации являются долговыми инструментами и в этом смысле с точки зрения рядового инвестора они очень похожи на банковские вклады, проценты по которым в определенных законом пределах налогом не облагаются. При этом вполне возможно ограничить круг бумаг, в отношении которых действует льгота, исходя либо из кредитного рейтинга эмитента, либо из наличия бумаг в Ломбардном списке Банка России (второй вариант предпочтительнее в силу наличия проблем с процедурой рейтингования, существующих в последние 2 года). В противном случае инвестор сможет выбирать только между государственными облигациями и бумагами эмитентов с повышенным уровнем риска, доходность которых компенсирует сумму налога, в то время как облигации качественных эмитентов для частного инвестора интереса представлять не будут, а это идет вразрез с поставленной целью привлечения частных инвесторов на рынок капитала.

Еще сложнее ситуация обстоит с акциями. Состояние рынка акционерного капитала первый заместитель председателя Банка России С. Швецов охарактеризовал как «удручающее», отметив, что «число IPO мало, и многие из них включают продажу акций действующими акционерами, то есть задачу привлечения инвестиций в компании выполняют лишь отчасти» [8]. Другими словами, привлечение инвестиций российскими компаниями идет главным образом через механизмы долгового финансирования. Вторичный рынок акций в России является высокоспекулятивным, он мало подходит для непрофессиональных инвесторов, чьей наиболее предпочтительной инвестиционной стратегией является buy&hold. Поскольку рынок акций в его нынешнем варианте практически не выполняет функцию привлечения капитала, а в основном существует для обеспечения возможности перетекания капитала от одних спекулянтов к другим, представляется целесообразным рассмотреть вопрос о введении ограничений на инвестирование в данный класс активов в рамках ИИС. Тут нужно учесть и то, что предоставляемые государством налоговые льготы с высокой вероятностью будут играть роль не стимулов, а источника покрытия убытков от спекулятивных операций с акциями. Попытки же «заставить» рынок акций работать на привлечение акционерного капитала с участием средств частных инвесторов являются крайне



нежелательными и заставляют вспомнить негативный опыт «народного IPO» банка ВТБ в 2007 г. с последующим выкупом размещенных акций в режиме «ручного управления» со стороны государства.

### Список литературы

1. Всемирный банк, «Доклад об экономике России». – № 33. – апрель 2015. [Электронный ресурс] // <http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/eca/russia/ter33-rus.pdf> (дата обращения 28.09.2015).
2. Информационное агентство Cbonds [Электронный ресурс] // [www.cbonds.ru](http://www.cbonds.ru) (дата обращения 29.09.2015).
3. Информационный ресурс Investfunds [Электронный ресурс] // <http://stocks.investfunds.ru/indicators/capitalization/1/> (дата обращения 27.09.2015).
4. Минфин предложил свести бюджет-2016 с дефицитом 3% ВВП и сохранить резервы [Электронный ресурс] // <http://www.vedomosti.ru/economics/news/2015/09/22/609777-minfin-predlozhit-svesti-byudzhet-2016> (дата обращения 28.09.2015).
5. Новая реальность: Россия и глобальные вызовы [Электронный ресурс] // <http://www.rg.ru/2015/09/23/statiya-site.html> (дата обращения 27.09.2015).
6. О динамике развития банковского сектора Российской Федерации в марте 2015 года. / Официальная страница Банка России. URL : [http://www.cbr.ru/analytics/print.aspx?file=bank\\_system/din\\_razv\\_15\\_03.htm&pid=bnksyst&sid=ITM\\_1155](http://www.cbr.ru/analytics/print.aspx?file=bank_system/din_razv_15_03.htm&pid=bnksyst&sid=ITM_1155) (дата обращения 27.09.2015).
7. Объем и состав денежных накоплений населения [Электронный ресурс] // [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/population/urov/doc3-1-2.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/population/urov/doc3-1-2.htm) (дата обращения 27.09.2015).
8. Официальная страница Петербургского международного экономического форума 2015. URL : [www.forumspb.com](http://www.forumspb.com) (дата обращения 27.09.2015).
9. Официальный сайт Банка России. URL: [http://cbr.ru/statistics/credit\\_statistics/debt/debt\\_est.xlsx](http://cbr.ru/statistics/credit_statistics/debt/debt_est.xlsx) (дата обращения 28.09.2015).
10. Официальный сайт Московской биржи URL: <http://www.moex.com/n10811/?nt=106> (дата обращения 29.09.2015).
11. Росстат: реальные располагаемые доходы россиян в июне упали на 3,5% [Электронный ресурс] // <http://ria.ru/economy/20150717/1134174319.html> (дата обращения 29.09.2015).
12. Сведения о средствах организаций, банковских депозитах (вкладах) и других привлеченных средствах юридических и физических лиц в рублях, иностранной валюте и драгоценных металлах [Электронный ресурс] // <http://www.cbr.ru/statistics/UDStat.aspx?Month=08&Year=2015&TbID=302-22> (дата обращения 27.09.2015).
13. ЦБ: россияне тратят 21% своих доходов на выплату кредитов [Электронный ресурс] // <http://www.banki.ru/news/lenta/?id=6670582> (дата обращения 29.09.2015).

### References

1. Vsemirnyj bank, «Doklad ob jekonomike Rossii». no. 33. april 2015. [Jelektronnyj resurs] // <http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/eca/russia/ter33-rus.pdf> (data obrashhenija 28.09.2015).
2. Informacionnoe agentstvo Cbonds [Jelektronnyj resurs] // [www.cbonds.ru](http://www.cbonds.ru) (data obrashhenija 29.09.2015).
3. Informacionnyj resurs Investfunds [Jelektronnyj resurs] // <http://stocks.investfunds.ru/indicators/capitalization/1/> (data obrashhenija 27.09.2015).
4. Minfin predlozhit svesti bjudzhet-2016 s deficitom 3% VVP i sohranit rezervy [Jelektronnyj resurs] // <http://www.vedomosti.ru/economics/news/2015/09/22/609777-minfin-predlozhit-svesti-byudzhet-2016> (data obrashhenija 28.09.2015).
5. Novaja realnost: Rossija i globalnye vyzovy [Jelektronnyj resurs] // <http://www.rg.ru/2015/09/23/statiya-site.html> (data obrashhenija 27.09.2015).
6. O dinamike razvitija bankovskogo sektora Rossijskoj Federacii v marte 2015 goda. Oficialnaja stranica Banka Rossii. URL: [http://www.cbr.ru/analytics/print.aspx?file=bank\\_system/din\\_razv\\_15\\_03.htm&pid=bnksyst&sid=ITM\\_1155](http://www.cbr.ru/analytics/print.aspx?file=bank_system/din_razv_15_03.htm&pid=bnksyst&sid=ITM_1155) (data obrashhenija 27.09.2015).
7. Ob#em i sostav denezhnyh nakoplenij naselenija [Jelektronnyj resurs] // [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/population/urov/doc3-1-2.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/population/urov/doc3-1-2.htm) (data obrashhenija 27.09.2015).
8. Oficialnaja stranica Peterburgskogo mezhdunarodnogo jekonomicheskogo foruma 2015. URL : [www.forumspb.com](http://www.forumspb.com) (data obrashhenija 27.09.2015).
9. Oficialnyj sajt Banka Rossii. URL: [http://cbr.ru/statistics/credit\\_statistics/debt/debt\\_est.xlsx](http://cbr.ru/statistics/credit_statistics/debt/debt_est.xlsx) (data obrashhenija 28.09.2015).
10. Oficialnyj sajt Moskovskoj birzhi. URL: <http://www.moex.com/n10811/?nt=106> (data obrashhenija 29.09.2015).
11. Rosstat: realnye raspolagaemye dohody rossijan v ijune upali na 3,5% [Jelektronnyj resurs] // <http://ria.ru/economy/20150717/1134174319.html> (data obrashhenija 29.09.2015).
12. Svedenija o sredstvah organizacij, bankovskih depozitah (vkladah) i drugih privlechennyh sredstvah juridicheskikh i fizicheskikh lic v rubljah, inostrannoje valjute i dragocennyh metallah [Jelektronnyj resurs] // <http://www.cbr.ru/statistics/UDStat.aspx?Month=08&Year=2015&TbID=302-22> (data obrashhenija 27.09.2015).
13. CB: rossijane tratjat 21% svoih dohodov na vyplatu kreditov [Jelektronnyj resurs] // <http://www.banki.ru/news/lenta/?id=6670582> (data obrashhenija 29.09.2015).

### Рецензенты:

Астафьева Н.В., д.э.н., доцент, профессор кафедры экономики предприятий, инженерной экономики и логистики, ФГБОУ ВПО «Саратовский государственный технический университет им. Гагарина Ю.А.», г. Саратов;

Толстых Т.О., д.э.н., профессор, АНО ВО «Воронежский институт высоких технологий», г. Воронеж.