



◀ **Дмитрий ШАГАРДИН,**
начальник отдела доверительного
управления, «КИТ Финанс Брокер»

Глобальный портфель на все времена

Для управляющих активами, озадаченных вопросом структурной диверсификации портфеля, важно понимать основные источники возникновения риск-премии, чтобы инвестиционный портфель был сбалансированным и устойчивым к различным экономическим режимам. При этом общепринятая политика формирования портфеля «60/40» (60% акций / 40% облигаций) на самом деле соответствует только одному из четырех состояний мировой экономики, возникающих в долгосрочном инвестиционном периоде.

Если во время безынфляционного роста с 1981 года до середины 2000 года данная модель соответствовала экономическим реалиям, то в период инфляционного бума 2003–2008 годов она оказалась малоэффективной. Следует отметить, что попытки мировых центробанков вернуть режим экономического бума после 2008 года спровоцировали рост на рынках акций, однако неизвестно, к чему в результате приведут эти действия — к резкому спаду или бурному росту.

Итак, что понимается под «экономическим режимом»? Глобальная экономика определяется четырьмя режимами, каждый из которых имеет собственный вектор развития экономики и инфляции. Период ускоренного роста в совокупности с растущей инфляцией носит название «инфляционный бум», в то время как ускорение роста с одновременным падением инфляции представляет собой «безынфляционный бум». На рисунке

1 видно, что период слабого подъема экономики и ускоренной инфляции называется стагфляцией, а период снижения роста вместе с падающей инфляцией называется дефляционным спадом.

Структурная диверсификация связана с тем, что различные классы активов по-разному реагируют на экономические режимы. Поведение этих активов в ответ на положение дел в экономике носит структурный характер в силу существующих механизмов ценообразования каждого актива.

Предположим, что реакция процентных ставок на инфляцию предсказуема. При ожидании падения инфляции процентные ставки снижаются, что приводит к увеличению цен облигаций. При росте инфляции в ответ на монетарные действия цены на золото, недвижимость и сырьевые товары будут устойчивыми по отношению к ослабевающей валюте. Инвесторы видят рост цен на активы. В то же время при

росте ставок цены облигаций снижаются, однако величина купонных платежей зачастую превосходит падение облигаций.

Акции компаний из развитых стран (developed markets — DM) положительно реагируют на снижение инфляционных ожиданий, что подразумевает падение ставки дисконтирования в расчетных моделях. Однако цены акций DM сильнее реагируют на экономический рост, который приводит к увеличению прибыли и балансовой стоимости компаний. Низкая инфляция также означает снижение затрат на производство и труд, что способствует росту валовой маржи.

С другой стороны, в периоды развития глобальных рынков, сопровождающихся ростом инфляционных ожиданий, акции компаний с рынков emerging markets, как правило, доминируют. Это связано с тем, что многие страны EM производят и поставляют товары, которые потребляются во время глобального экономического бума, в то время как цены на сырьевые товары растут на фоне высокого спроса и повышенных инфляционных ожиданий.

Наконец, в такие периоды, как Великая депрессия 1930-х годов, при негативной динамике ВВП в сочетании со снижением цен, наличные денежные средства сохраняют свою стоимость по сравнению с другими товарами и активами, в то время как низкие и снижающиеся процентные ставки повышают цены казначейских облигаций с длинной дюрацией. В данном режиме, когда правительство запускало «печатный станок» для создания противовеса дефляционным силам, золото выступало в качестве хеджевого актива.

Рисунок 2 отображает ориентацию классов активов в каждом из четырех экономических режимов, а также «тепловую карту» волатильности, иллюстрирующую спектр риска, на который попадают те или иные активы.

Как перевести указанную выше систему в фактическую аллокацию активов в портфеле, чтобы максимизировать преимущество структурной диверсификации? Первый шаг заключается в подсчете количества активов, которые реагируют положительно на каждый экономический режим. Каждый актив может получить равный вес в пределах его отдельного квадранта. Например, мы рассчитываем четыре актива в правом нижнем квадранте («безынфляционный бум» на рисунке 2) таким образом, чтобы отдельный актив получил 1/4, или 25% капитала, выделенного

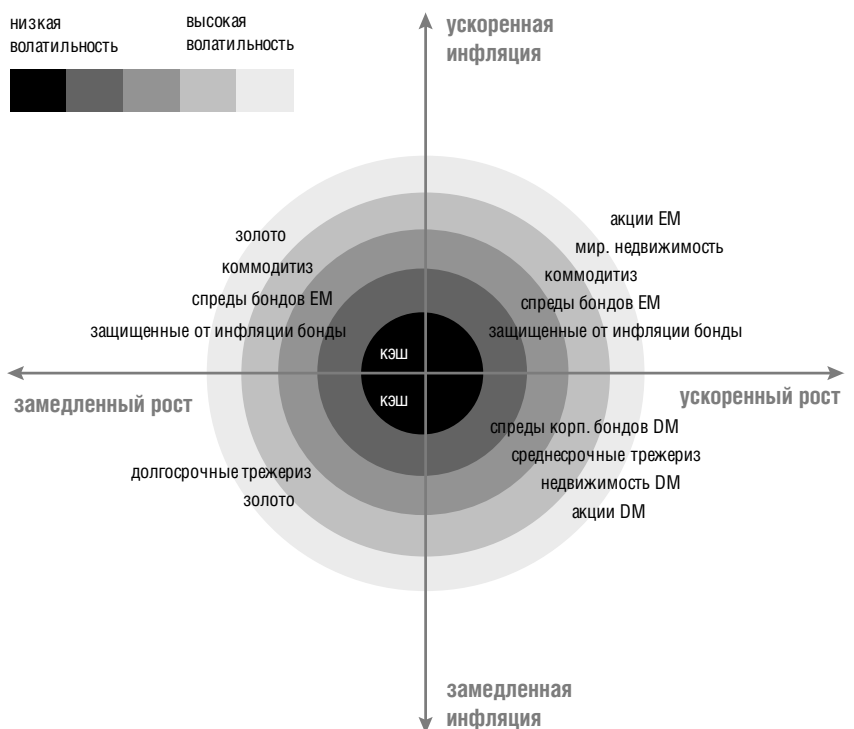


в этот квадрант. Таким же образом на каждый из двух активов в нижнем левом секторе («дефляционный спад») придется 50% капитала, выделяемого на один квадрант.

Далее необходимо решить, как распределить веса на каждый из четырех секторов. Так как мы способны определить относительную вероятность во всех экономических режимах в течение периода ребалансировки, можно перерас-

Рисунок 1
Четыре экономических режима

Рисунок 2
Экономический рост/инфляция и «тепловая карта» волатильности



Актив	Инфляционный бум, %	Безинфляционный бум, %	Дефляционный спад, %	Стагфляция, %	Портфель для всех режимов, %
Акции развитых стран	–	6.25	–	–	6.25
Акции развивающихся стран	5	–	–	–	5
Облигации развивающихся стран	–	6.25	–	–	6.25
Среднесрочные казначейские облигации	–	–	8.33	–	8.33
Казначейские облигации с длинной дюрацией	–	6.25	–	–	6.25
Корпоративные облигации	5	–	–	6.25	11.25
Облигации, защищенные от инфляции	5	–	–	6.25	11.25
Наличные (краткосрочные облигации)	–	–	8.33	6.25	14.58
Золото	2.5	–	8.33	3.13	13.96
Сырьевые товары	2.5	–	–	3.13	5.63
Недвижимость: развитые рынки	–	6.25	–	–	6.25
Недвижимость: глобальные рынки	5	–	–	–	5.00

Таблица 1
Глобальный портфель под различные экономические режимы

предельный вес при изменении состояния экономики. К сожалению, зачастую очень непросто с полной уверенностью сказать, в каком режиме находится экономика в тот или иной момент времени, и еще сложнее спрогнозировать, когда и в каком направлении будут происходить какие-либо изменения. Если предположить, что каждое из четырех событий наступит в равной степени вероятности, то на каждый квадрант будет аллоцировано 25% от общего портфеля.

Гарри Браун, сторонник концепции «постоянного портфеля» (permanent portfolio) предполагает выделение 25% от общего капитала портфеля на каждый квадрант. Однако Рей Далио и сторонники концепции «паритета рисков» (risk parity) полагают, что распределение капитала в портфеле часто не может быть отрегулировано до фактического выявления рисков.

Для простоты будем считать, что мы хотим равномерно распределить капитал между четырьмя секторами в целях обеспечения одинаковой устойчивости портфеля к основным состояниям мира с помощью структурной диверсификации. Таблица 1 иллюстрирует,

как можно перевести эту концепцию в хорошо сбалансированный портфель основных глобальных классов активов.

Данная система демонстрирует, что доля акций развитых и развивающихся рынков составляет 12.2% от общего портфеля. Недвижимость и акции часто торгуются в тандеме и имеют одинаковые характеристики риска. Таким образом, если добавить 12.2% от недвижимости в развитых странах, то можно заметить, что примерно 24% от общего портфеля составляют активы, обеспеченные акциями. Примерно 17% отведено сырьевым товарам и золоту для хеджирования в случае роста инфляции (в случае с золотом — способность к хеджу против девальвации во время «борьбы» центробанков с дефляцией).

Значительную часть портфеля составляют различные виды инструментов с фиксированной доходностью: долгосрочные и краткосрочные казначейские облигации, в сумме занимающие 32% портфеля. Короткие бумаги обеспечивают хеджирование от инфляции и медленного роста, что оправдывает их относительно высокую аллокацию в портфеле. На бонды, защищенные от инфляции, приходится 10% капитала, в то время как облигации развивающихся-

Таблица 2
Состав структурно-диверсифицированного портфеля

Актив	Портфель для всех режимов, %	Тикер ETF	Название ETF
Акции развитых стран	7.2	VTI	Vanguard Total Stock Market
Акции развивающихся стран	5	EEM	iShares EM Equities
Облигации развивающихся стран	10	EMB	iShares J.P. Morgan USD EM Bonds
Среднесрочные казначейские облигации	7.2	IEF	iShares 7–10 Treasury Bond
Казначейские облигации с длинной дюрацией	7.2	TLT	iShares 20 + Treasury Bond
Корпоративные облигации	7	LQD	iShares iBoxx \$ Investment Grade Corp Bonds
Облигации, защищенные от инфляции	10	TIP	iShares TIP Bond
Наличные (краткосрочные трежериз)	17	IRX	Cash (T-Bills)
Золото	12.2	GLD	SPDR Gold Shares
Сырьевые товары	5	DBC	PowerShares Commodities Index
Недвижимость: развитые рынки	7.2	ICF	iShares Cohen&Steers REITs
Недвижимость: глобальные рынки	5	SHV	iShares Short Treasury Bond
Итого	100		

ПРИ ОЖИДАНИИ ПАДЕНИЯ
ИНФЛЯЦИИ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ
СНИЖАЮТСЯ, ЧТО ПРИВОДИТ
К УВЕЛИЧЕНИЮ ЦЕН ОБЛИГАЦИЙ

ХАРАКТЕРИСТИКИ РИСКА И КОРРЕЛЯЦИИ МОГУТ РЕЗКО МЕНЯТЬСЯ С ТЕЧЕНИЕМ ВРЕМЕНИ

ся стран и корпоративный долг в сумме составляют 17%. Итого группа инструментов с фиксированной доходностью составляет почти 2/3 портфеля, в то время как бонды развивающихся рынков и корпоративный кредит низкого качества также отражают характеристики акций.

Преимущество системы структурной диверсификации состоит в том, что она опирается на понимание различных драйверов доходности активов, согласующейся с большинством финансовых и экономических теорий. Это хорошо до тех пор, пока активы ведут себя так, как теоретически должны, и процессы в экономике полностью последовательны и диверсифицированы. Однако характеристики риска и корреляции могут резко измениться с течением времени. В результате портфель становится уязвимым к сильным экономическим шокам.

Сегодня подобный диверсифицированный портфель может сформировать любой инвестор — каждый класс активов представлен конкретным ETF. Доля активов после ряда корректировок и бэктеста незначительно отличается от модели, представленной выше.

Производительность структурной диверсифицированной политики (СДП) портфеля с соотношением «60/40» с 2001 года по 2014 год:

1. Коэффициент Шарпа структурно диверсифицированного портфеля в два раза выше коэффициента Шарпа портфеля «60/40». Это является результатом как более высоких доходов в числителе, так и снижения волатильности в знаменателе.

2. Максимальный дроаун (drawdown) СДП составил –21% в 2008 году, что на 40% лучше, чем дроаун портфеля «60/40» на 30% в тот же кризисный год.

3. СДП показывает положительные результаты в более чем 90% времени за 12 месяцев по сравнению со

Период	Доходность, %	Максимальный дроаун, %
2001	2.9	-3.4
2002	9.0	-3.9
2003	17.9	-3.4
2004	12.8	-7.4
2005	10.1	-2.8
2006	13.8	-6.0
2007	10.3	-3.6
2008	-9.1	-21.5
2009	16.4	-9.2
2010	12.9	-3.7
2011	6.4	-5.0
2012	10.3	-2.9
2013	-4.5	-8.2
2014	7.7	-1.0
Среднегодовая доходность, %	8.4	

стратегией «60/40», дававшей позитивные результаты в 80% случаев.

4. Среднегодовая доходность структурно диверсифицированного портфеля за последние 13 лет составляет +8.4%.

Нужно понимать, что структурный диверсифицированный портфель — это не идеальное решение. Это скорее системный подход для инвесторов, позволяющий оценить риски диверсификации в рамках основных экономических режимов.

Фундаментальное понимание структурной диверсификации активов позволит надежно, последовательно и с четкой определенностью их аллоцировать. Тем не менее даже самая последовательная политика формирования портфеля может быть дополнена в ответ на изменение риска, доходности и характеристик диверсификации для создания более гибкой и оптимальной структуры. ☺

Таблица 3
Ежегодная доходность и максимальный дроаун структурно диверсифицированного портфеля с 2001 г.

Рисунок 3
Доходность глобального диверсифицированного портфеля vs доходность индекса S&P 500 с 2001 г.

