

11.02.2021

## Классический инвестиционный портфель больше не работает

*Как зарабатывать в ближайшем десятилетии*



**Максим Ачкасов**

руководитель департамента инвестиций международного инвестиционного фонда Technology of the Future



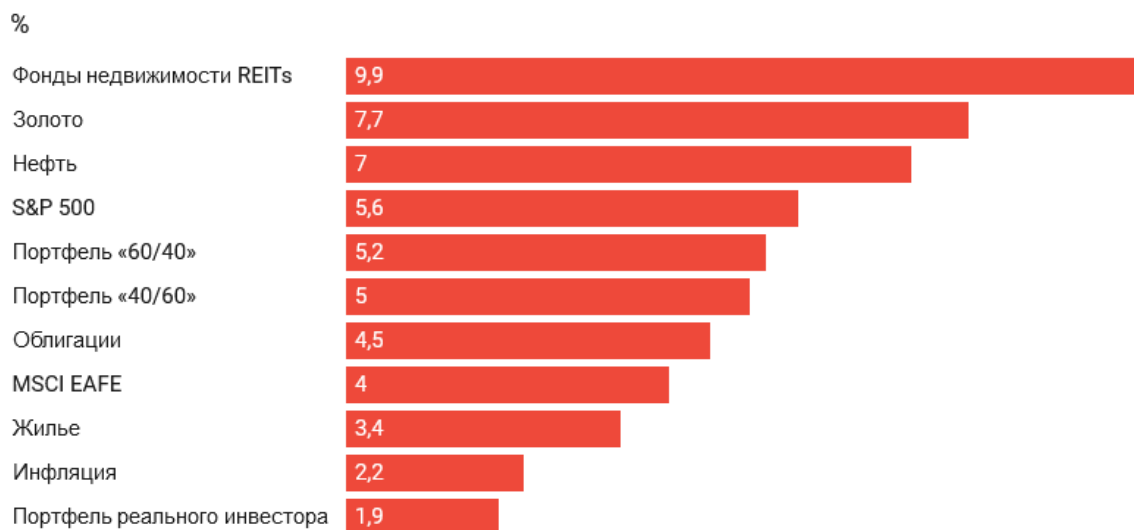
Фото: EPA / ТАСС

Классической моделью портфеля ликвидных финансовых инструментов для частного инвестора в последние 30 лет считалась формула «60/40»: 60% акций, 40% облигаций. По подсчетам JPMorgan Asset Management, среднегодовая доходность такого портфеля в 1999–2018 гг. составила 5,2% в долларах. Но в ближайшие 5–10 лет, в течение нового бизнес-цикла, такой модельный портфель сможет обеспечивать существенно меньший доход, а то и вовсе принесет убытки, подсчитали известные инвестиционные дома. Есть ли у инвесторов шансы зарабатывать на финансовых активах больше?

### Что было

В основе расчетов JPMorgan Asset Management лежал модельный портфель, 60% активов которого было инвестировано в индекс S&P 500 и 40% — в индекс американских облигаций Bloomberg US Aggregate Index. Выбранный период показателен для инвестиционного анализа и выводов, так как включает в себя два очень сложных для фондовых рынков года, когда индекс акций MSCI World существенно снижался: 2008 г. (-40,3%) и 2018 г. (-8,2%). Несмотря на это, модельный долларовый портфель позволил бы в среднем заработать 5,2% годовых.

## Среднегодовая долларовая доходность различных классов активов в период 1990-2018 г.г.



Источник: JPMorgan Asset Management • Создано с помощью [Datawrapper](#)

Среднестатистический инвестор получал гораздо меньше: по данным компании Dalbars, доходность реальных портфелей в среднем составила 1,9% в год. Расчеты Dalbars опирались на ежемесячную статистику покупок и продаж паев инвестиционных фондов американскими частными инвесторами. Такая разница объясняется, прежде всего, тем, что частные инвесторы занимались трейдингом, ориентированным на получение краткосрочной прибыли, что в долгосрочной перспективе является убыточной стратегией. *Впрочем, это тема для отдельного обсуждения.*

### Что дальше

Цены акций оторвались от реальности. Сейчас невозможно прогнозировать доходность инвестиций на 6–12 месяцев — фундаментальные показатели компаний мало влияют на результат краткосрочных вложений. Но они однозначно указывают на низкий средний доход на горизонте 10 лет. Модельные долгосрочные прогнозы среднего совокупного дохода от вложений в акции на международных рынках за вычетом инфляции от стратегов аналитического бутика Gavekal Research, GMO и других сегодня дают ожидаемую доходность не более 0–2% в год. И чем выше взлетит рынок акций в ближайшее время, тем меньше получают инвесторы в следующем десятилетии.

С облигациями еще хуже. Реальная доходность (с учетом инфляции) корпоративных облигаций с инвестиционным рейтингом двух ведущих экономик, США и Германии, стала отрицательной. Иными словами, вложения в них снижают покупательную способность капитала.

В такой ситуации классический портфель «60/40» может показать отрицательный реальный совокупный доход в ближайшие 10 лет. Легендарная управляющая компания GMO [предсказывает](#), что нынешнее десятилетие будет «потерянным» для такого портфеля.

Модель, составленная авторитетным инвестором John Hussman, известным своим академическим подходом к инвестициям, — 60% акций, 30% облигаций и 10% cash — дает потенциальную доходность минус 1,7% годовых.

Эта малоприятная перспектива — следствие своеобразия нового бизнес-цикла на фондовых рынках. На горизонте 2–3 лет мы увидим три явления, которые крайне негативно скажутся на всех классах активов:

- Рост инфляции.
- Рост процентных ставок.
- Завершение вливаний ликвидности в фондовые рынки центробанками.

### **Альтернатива для инвестора**

Индивидуальным инвесторам, которые не готовы мириться с околонулевыми доходностями классических портфелей в ближайшие годы, возможно, стоит обратиться к опыту профессионалов. Многие из них понимают, что облигации покажут себя хуже других классов активов, и поэтому снижают долю облигаций в портфелях в пользу альтернативных инвестиций в финансовые активы.

Один из самых уважаемых институциональных инвесторов — эндаумент-фонд Йельского университета — за 20 лет, с июня 2000 г. по июнь 2020 г., получил среднегодовой совокупный доход 9,9% в долларах. В модели портфеля фонда на 2021 г. наибольший вес (64,5%) приходится на альтернативные инструменты, из них:

**23,5%** — стратегии максимального совокупного дохода (absolute return strategies). Обычно это корзина инвестиционных фондов, включая хедж-фонды, нацеленная на получение положительного дохода в любых условиях: при росте, падении или стагнации рынка. Обычно такая корзина имеет меньшую волатильность, чем традиционный портфель акций, и меньшую максимальную просадку стоимости во время падения рынка;

**23,5%** — стартапы (Venture capital, доля в портфеле);

**17,5%** — фонды, которые финансируют сделки слияний и поглощений с применением плеча (leveraged buyout, LBO).

Многие другие профессиональные инвесторы также расширяют применение инструментов альтернативных инвестиций. Сейчас интересную ожидаемую доходность показывают продукты и фонды, которые инвестируют в торговое финансирование (Trade Finance Funds), — около 7% в перспективе 12 месяцев. В последние несколько лет все большую популярность приобретают фонды, кредитующие бизнес (Private Credit), — они являются альтернативой бюрократичным банкам, регулирование которых ежегодно ужесточается. Ожидаемая доходность — 5% на ближайший год.

Такие альтернативные инвестиции — не для всех: входной билет весьма дорог. Для хедж-фондов он начинается с \$1 млн. Но в венчурных инвестициях на ранних стадиях возможны инвестиции \$10 000—500 000. Все зависит от проекта. Можно найти качественные фонды Private Credit, которые берут в управление суммы от \$100 000. В портфелях состоятельных частных инвесторов доля альтернативных инвестиций сегодня составляет в среднем 10%, венчурных инвестиций (стартапов) — около 5%.

На международных рынках акций, на мой взгляд, наиболее успешной будет активная стратегия инвестирования, ориентированная на:

- высокотехнологичные компании с прорывными технологиями и быстрым ростом прибыли (growth stocks);
- компании с устойчивой бизнес-моделью и стабильной прибылью, которая реинвестируется в развитие бизнеса (compounders);
- компании, внедряющие инновационные технологии, которые меняют структуру отдельных индустрий и экономики (disruptors).

Но при всем том инвесторам по-прежнему рекомендуется соблюдать три важных правила успешных инвестиций:

- Не важно, сколько денег вы заработаете, — успех инвестиций заключается в том, чтобы избежать больших потерь, которые могут стать катастрофическими для вашего портфеля и ваших финансов.
- Важно избегать любых инвестиционных продуктов, программ по управлению капиталом, где вы до конца не понимаете все характеристики инструмента. Чем именно вы владеете? Как зарабатываются деньги на данном инструменте? Каковы риски? Какова ликвидность? А также многие другие профессиональные факторы, которые нужно учитывать при инвестиционном решении.
- Нужно найти собственный комфортный уровень риска. Амплитуда колебаний российского рынка акций, за исключением плохих годов (2008, 2014, 2020), составляет примерно 30%, развитых рынков — примерно 10%. Если вы не готовы принимать такую амплитуду колебаний, значит, доля акций в структуре ваших активов не должна превышать 10%, а доля консервативных инвестиций (депозиты, недвижимость) должна быть максимальной. Если инвестор берет риск, который выше его комфортного уровня, то во время обвалов рынка он обычно принимает неправильные решения и зачастую совершает фатальную ошибку — продает финансовые инструменты именно тогда, когда их нужно покупать.

Желаю всем успешных инвестиций!