

# ОБЗОР ETF ФОНДОВ FinEx

Обзор портфеля 60/40:  
жив или мертв  
в ближайшей перспективе?

FINEX+ ETF RESEARCH

# Портфель 60/40

Легендарному инвестиционному портфелю 60/40 вот-вот исполнится 70 лет (считаем с момента публикации Гарри Марковицем его портфельной теории — 1952 г.). Почти за всё время его существования умеренное распределение активов в заданных пропорциях считалось эталоном для долгосрочного инвестирования. Но к концу 2010-х годов столетия все больше экспертов стали сомневаться в эффективности классического распределения активов в пропорции “60 на 40”. В этом обзоре мы попытаемся донести причину беспокойств и поразмышляем о том, что нужно предпринять инвесторам сегодня, чтобы сохранить и приумножить свои сбережения завтра.

**Портфель 60/40** — один из самых популярных инвестиционных портфелей современности. Это простейший рецепт универсальной инвестиционной стратегии для долгосрочного инвестора. По его названию легко догадаться, какое распределение внутри: 60% в нём отводится акциям, оставшиеся 40% — облигациям. Традиционно портфель рассчитан на американский рынок акций и гособлигаций (Treasuries), но впоследствии нашел применение и в других регионах по аналогичным классам активов. Последние 50 лет среднегодовая доходность стратегии 60/40 составляла около 10,7% годовых в долл. США.

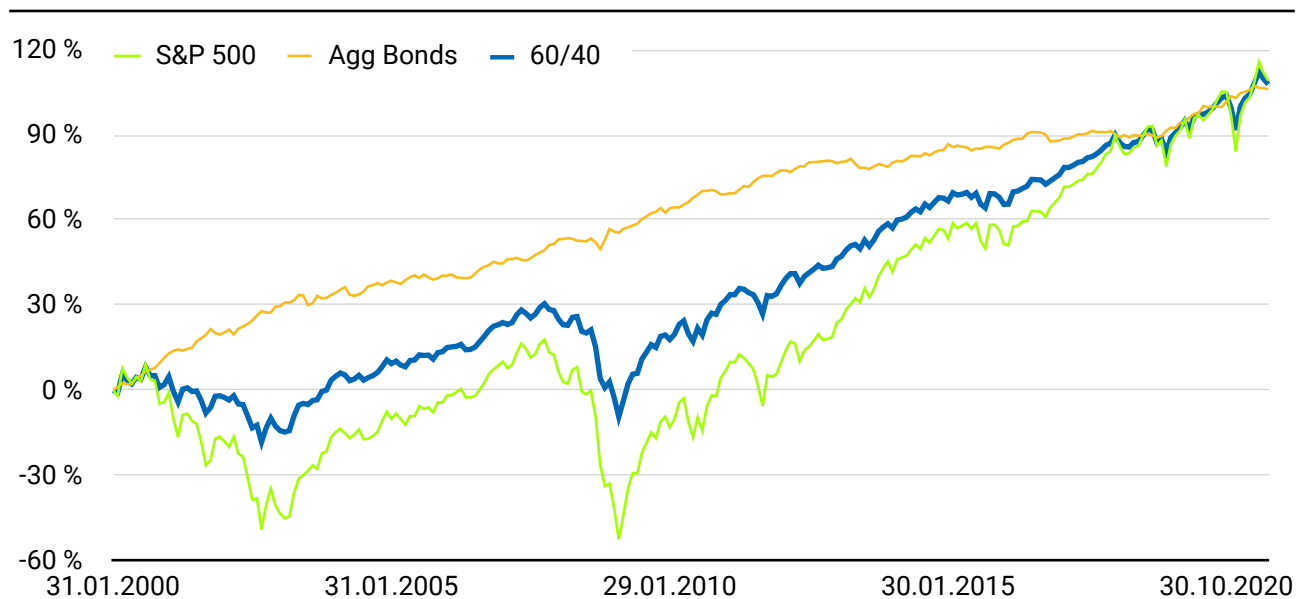
История инвестиционного портфеля 60/40 началась незадолго до того, как Гарри Марковиц опубликовал свою портфельную теорию в 1952 г. К сожалению, до нашего времени не сохранилась информация о том, когда именно это произошло и кто может считаться автором этого портфеля. Однако, как [пишет](#) Патрик Флуд (CFA), первый человек, предложивший такое распределение, сделал это интуитивно. Лишь спустя какое-то время, после адаптации Марковицем своей теории и доказательств того, диверсификация по классам активам идёт на пользу общему результату портфеля, выяснилось, что соотношение 60/40 [близко](#) к оптимальному. Питер Бернштейн, к примеру, [считал](#) портфель 60/40 «центром тяжести» между риском и доходностью.

Почему портфель 60/40 обрёл такую популярность среди инвесторов? Есть как минимум пять причин:

1. Акции и облигации — исторически самые доступные и ликвидные инструменты фондового рынка;
2. Положительная доходность акций на протяжении десятилетий, обусловленная экономическим ростом, прогрессом и ростом населения;
3. Снижающаяся, но все еще положительная доходность по облигациям;
4. Низкий уровень инфляции;
5. Отрицательная, либо близкая к нулю корреляция между акциями и облигациями (активы, как правило, движутся в противоположных направлениях), особенно во время рецессий.

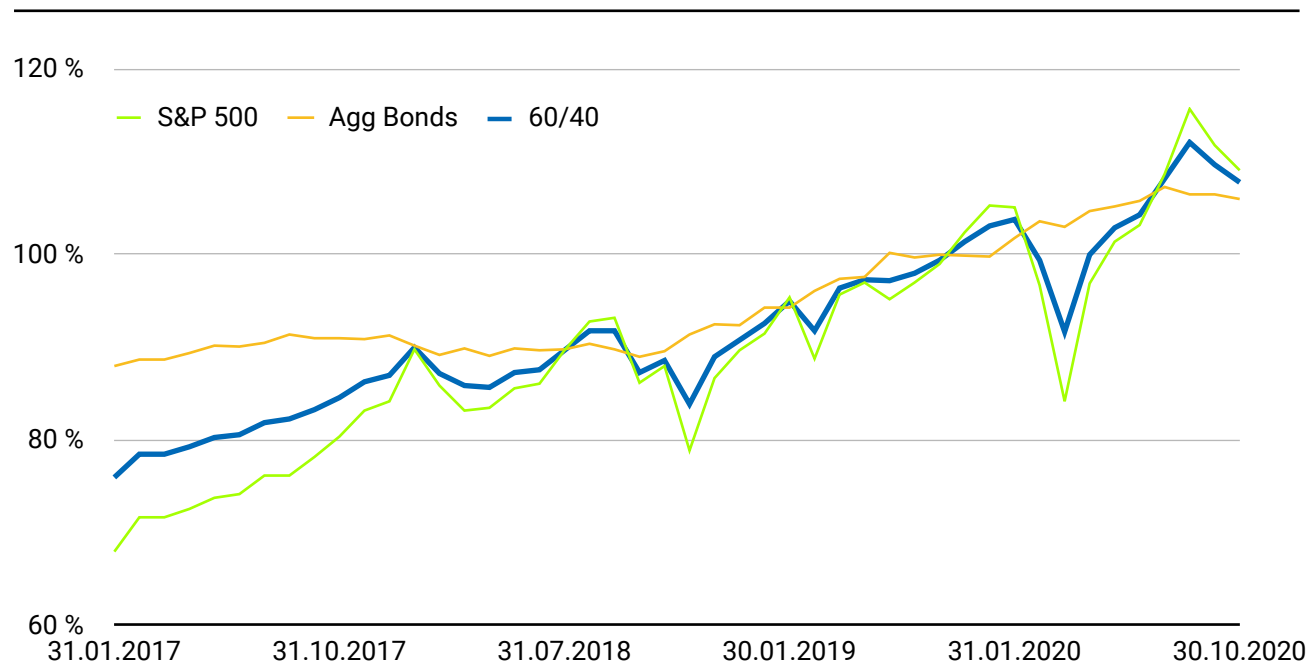
Все эти факторы в совокупности делали портфель 60/40 одним из самых успешных сбалансированных портфелей на протяжении длительного времени. На графиках 1-2 мы сравнили историческую динамику портфеля 60/40 с доходностью его индивидуальных составляющих (акций и облигаций США). Результаты впечатляют — обойти по доходности портфель лишь на 60% состоящего из акций оказалось не так просто. Неудивительно, что для многих инвесторов идея обыграть портфель 60/40 стала фактически невыполнимой.

**График 1. Историческая доходность портфеля 60/40, а также его составляющих**



Источник: Bloomberg, расчеты FinEx

**График 2. Историческая доходность портфеля 60/40, а также его составляющих**



Источник: Bloomberg, расчеты FinEx

Майкл Батник, директор по исследованиям Ritholtz Wealth Management, в этом году [писал](#), что за 50 лет наблюдений портфель 60/40 давал положительную доходность в 82% случаев за скользящие годовые периоды, в 93% случаев за скользящие трехлетние периоды и 99,4% времени за скользящие пятилетние периоды. Максимальная просадка портфеля за время наблюдений не превышала 20%, при этом среднегодовая доходность составляла почти 11% годовых.

Итак, еще раз подчеркнем, причиной успеха классического портфеля 60/40 служит **эффект диверсификации портфеля по классам активов**, а также **благоприятные рыночные условия**: снижающиеся, но положительные ставки по казначейским облигациям, длительный экономический рост и низкая инфляция. Будут ли эти рыночные условия сохраняться в будущем? Большинство управляющих капиталом и инвестиционных аналитиков выносят однозначный вердикт — таких условий в ближайшие 10-15 лет ожидать **не стоит**.

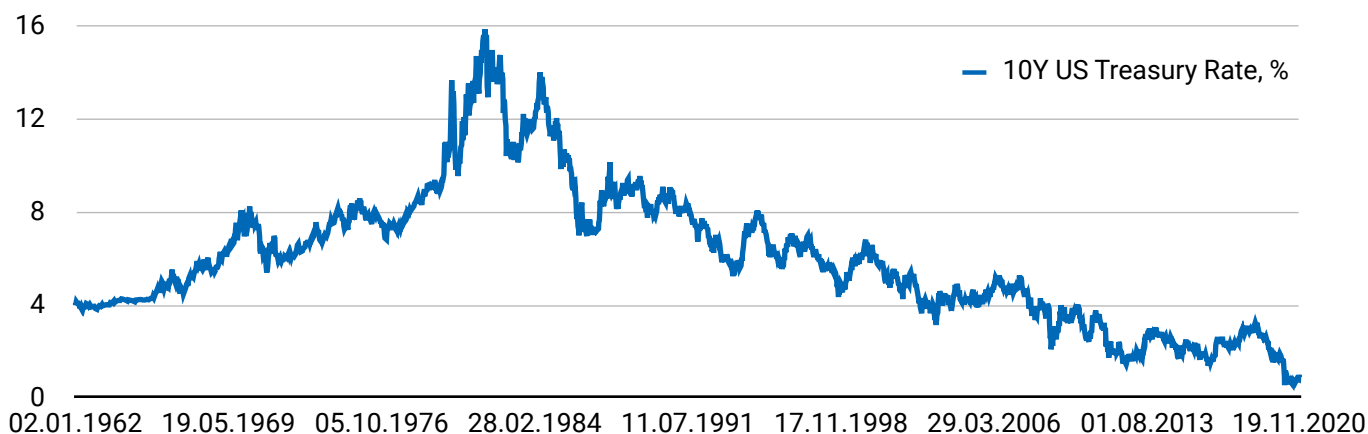
В связи с этим, возникает вопрос: сможет ли портфель 60/40 быть эффективным в будущем и стоит ли пересмотреть инвестиционную стратегию в пользу более доходных инструментов?

Майкл Гринберг и Уайли Толлетт, вице-президент и исполнительный вице-президент Franklin Templeton, в недавнем [исследовании](#), посвященном портфелю 60/40, высказывают четыре опасения относительно дальнейшей эффективности знаменитого портфеля:

- 1. Низкая доходность облигаций.** Низкие и даже иногда отрицательные ставки по государственным облигациям развитых рынков, очевидно, будут основной проблемой для портфеля 60/40.
- 2. Снижение эффекта диверсификации.** При низкой доходности одного из компонентов портфеля, влияние отрицательной корреляции на портфель может значительно уменьшиться.
- 3. Инфляция.** Монетарная политика большинства стран, направленная на стимулирование спроса, может привести к скачку инфляции, что в свою очередь скажется на ценах и доходностях облигаций.
- 4. Ограниченные возможности денежно-кредитной системы.** Нулевые процентные ставки и огромные балансы центральных банков не позволят быстро и в полном объеме справиться с новыми экономическими спадами, если они произойдут. В то же время, переход к более жесткой денежно-кредитной политике, может стать препятствием росту цен на облигации.

Действительно, близкая к нулю доходность казначейских долговых бумаг — основной аргумент против традиционного портфеля 60/40 в текущих рыночных условиях. На графике 3 приведена динамика доходности 10-летних казначейских облигаций США за 60 лет.

График 3. Доходность 10-летних казначейских облигаций США



Источник: FRED, расчеты FinEx

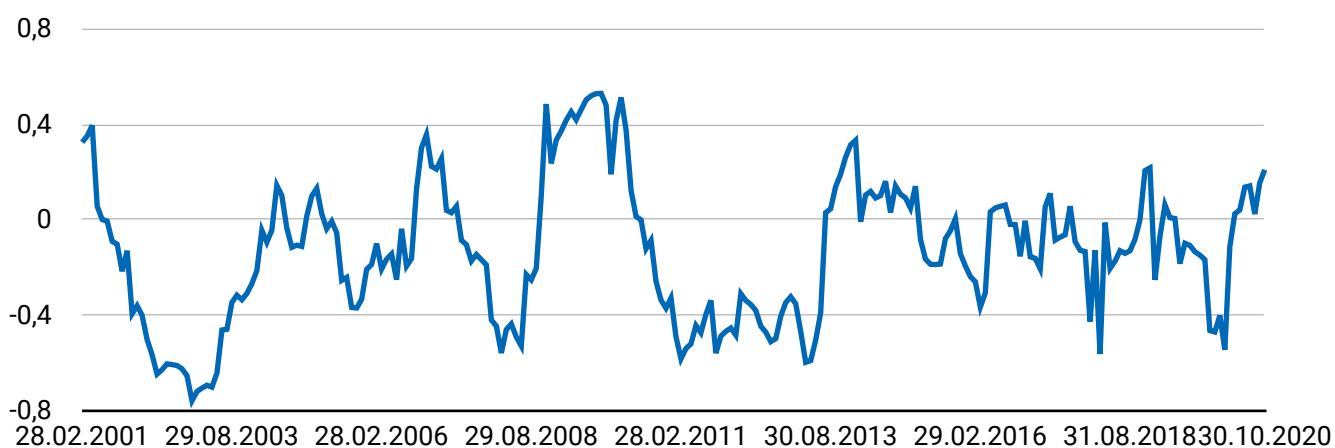
Несмотря на близкую к нулю номинальную доходность, инвесторы до сих пор используют в своих портфелях казначейские облигации (T-bills, T-bonds) как крайне **надежный** инвестиционный инструмент.

### Будет ли работать эффект диверсификации?

За последние три десятилетия инвесторы привыкли к тому, что облигации растут, когда акции падают. Облигации обеспечивают своего рода компенсацию, благодаря чему падение акций не кажется слишком болезненным. Но теперь, когда процентные ставки практически равны нулю на развитых рынках, подобная динамика маловероятна.

Тем не менее, несмотря на то, что облигации сегодня практически не приносят дохода в номинальном выражении (и, вероятно, имеют отрицательную доходность в реальном выражении), они продолжают иметь потенциал диверсификации. По [данным](#) John Hancock Investment Management, корреляция между акциями и облигациями в марте находилась на уровне -0,4% и не часто превышала нулевое значение на всем рассматриваемом промежутке времени. Мы повторили исследование и обнаружили, что на конец октября годовая скользящая корреляция выросла до 0,2 (график 4).

График 4. Скользящая корреляция между американскими акциями и облигациями



Источник: Bloomberg, расчеты FinEx. Для анализа использованы индексы S&P 500 и Bloomberg Barclays US Aaa Total Return Value Unhedged USD

Даже в 2020 г., когда ставки близки к нулю, облигации отлично справляются со своей главной функцией, обеспечивая эффективную диверсификацию портфеля за счёт отрицательной корреляции. Таким образом, опасения насчёт снижения эффекта диверсификации не имеют под собой адекватных аргументов и могут не рассматриваться далее.

## Будут ли акции и облигации приносить сопоставимую с прошлой доходность в ближайшие десятилетия?

Именно такая постановка вопроса, на наш взгляд, имеет право на существование, когда речь заходит о “смерти” портфеля 60/40. Дело в том, что ожидаемая доходность классических финансовых инструментов (акций и облигаций) в перспективе 10 лет, по мнению большинства управляющих, будет замедляться.

Джаред Вудард, глава исследовательского инвестиционного комитета Bank of America Research, [ВИДИТ](#) три сценария развития событий на финансовых рынках:

**1. Стагнация:** путь низкого роста, заработной платы, процентных ставок и прибыли для большинства компаний и относительно небольшого числа победителей на рынках.

**2. Стагфляция:** одним из катализаторов, который может вызвать более высокую инфляцию при низких темпах роста, может быть изменение отношений с Китаем или усиление регулирования технологического сектора.

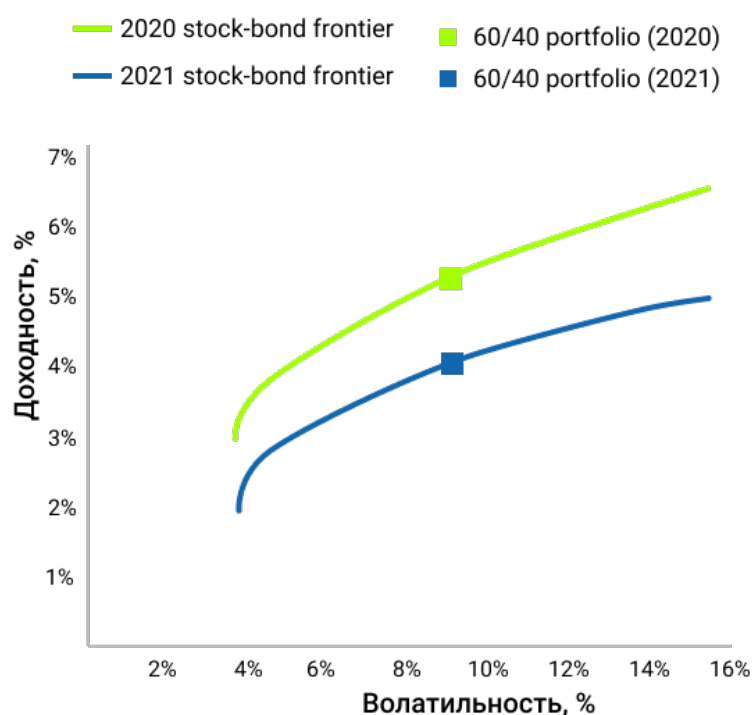
### 3. Возвышение (elevation):

стабилизация темпов роста, рост производительности и возникновение инфляции спроса. Такой сценарий возможен лишь в случае крупномасштабных инвестиций стран в технологические разработки.

Команда Вударда убеждена, что ставки достигли минимума и дальше возможен продолжительный цикл роста, что делает покупку облигаций сегодня менее выгодной инвестицией.

JP Morgan в своем ежегодном [обзоре](#) Long-Term Capital Market Assumptions отмечает, что эффективные границы портфелей, состоящих из акций и облигаций, сдвигаются вниз (график 5). Это происходит из-за совокупного воздействия сверхмягкой монетарной политики, денежно-кредитного стимулирования в сочетании с повышением стоимости акций.

**График 5. Эффективные границы портфелей и характеристики доходности-риска отдельных классов активов**



Источник: JP Morgan, расчеты FinEx

## Прогнозы доходности портфеля 60/40 от инвестиционных управляющих и банков

Аналитики Bernstein [прогнозируют](#) доходность около 5% годовых по S&P 500 в течение следующего десятилетия и отмечают, что «беспрецедентно низкий уровень доходности сегодня означает, что будущая доходность, вероятно, будет низкой, а риск процентной ставки выше, чем когда-либо».

Фундаментальные оценки американского фондового рынка также говорят нам о возможных вызовах и сдержанном росте потенциальной доходности на ближайшее время: показатель CAPE сейчас [находится](#) на уровне 32,57 — выше, чем в начале 2020 г. до пандемии.

Но есть среди банкиров и оптимисты. К примеру, Goldman Sachs на прошлой неделе [опубликовали](#) свой прогноз по S&P 500 на следующие два года, в котором запланирован прирост +11% в 2021 г. (от текущих уровней) и +7% в 2022 г. Публикация прогноза случилась аккурат после новости об успешных испытаниях совместной вакцины Pfizer и BioNTech против COVID-19. Аналитики Goldman оперативно обновили свои ожидания по рынку в надежде увидеть его существенный рост во время массовых вакцинаций в 2021 г.

**Таблица 1. Ожидаемая доходность портфеля 60/40 в ближайшее десятилетие (USD)**

Компания	Ожидаемая годовая доходность портфеля 60/40
<b>FinEx</b>	4 %
<b>Franklin Templeton</b>	4–5%
<b>Northern Trust*</b>	3,9 %
<b>Research Affiliates</b>	1,9 %
<b>Robeco*</b>	3,75 %
<b>BlackRock</b>	4,3 %

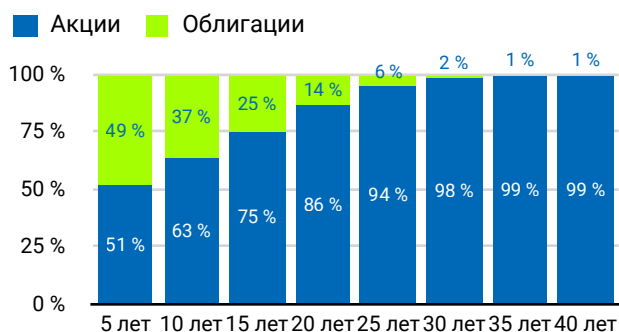
\*оценка на 5-летнем окне

Источники:

[FinEx](#), [Franklin Templeton](#), [Northern Trust](#), [Research Affiliates](#), [Robeco](#), [BlackRock](#)

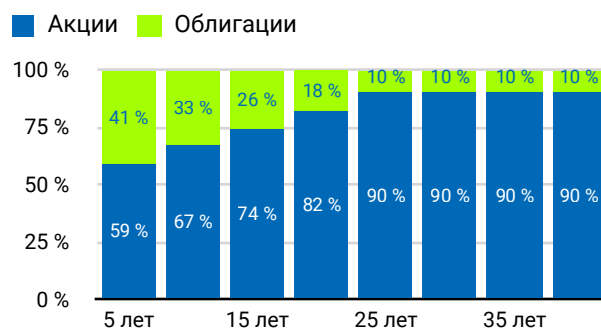
Мы также проверили, видят ли перспективу портфеля 60/40 ведущие мировые ETF-провайдеры в своих Target-date фондах. Оказалось, что Vanguard видит смысл в распределении 60/40 лишь в том случае, если до конца срока инвестирования осталось менее 5 лет (график 7). Фонды BlackRock более консервативны и распределение, близкое к 60/40, есть только у фонда, рассчитанного до 2030 г. — на 10 лет (график 6). Таким образом, для долгосрочных портфелей на более длинные временные окна, по мнению двух ведущих провайдеров, классическое распределение 60/40 вряд ли сможет подойти.

**График 6. Распределение долей акций/ облигаций в «пенсионных» фондах BlackRock в зависимости от количества лет до пенсии**



Источник: BlackRock, расчеты FinEx

**График 7. Распределение долей акций/ облигаций в «пенсионных» фондах Vanguard в зависимости от количества лет до пенсии**



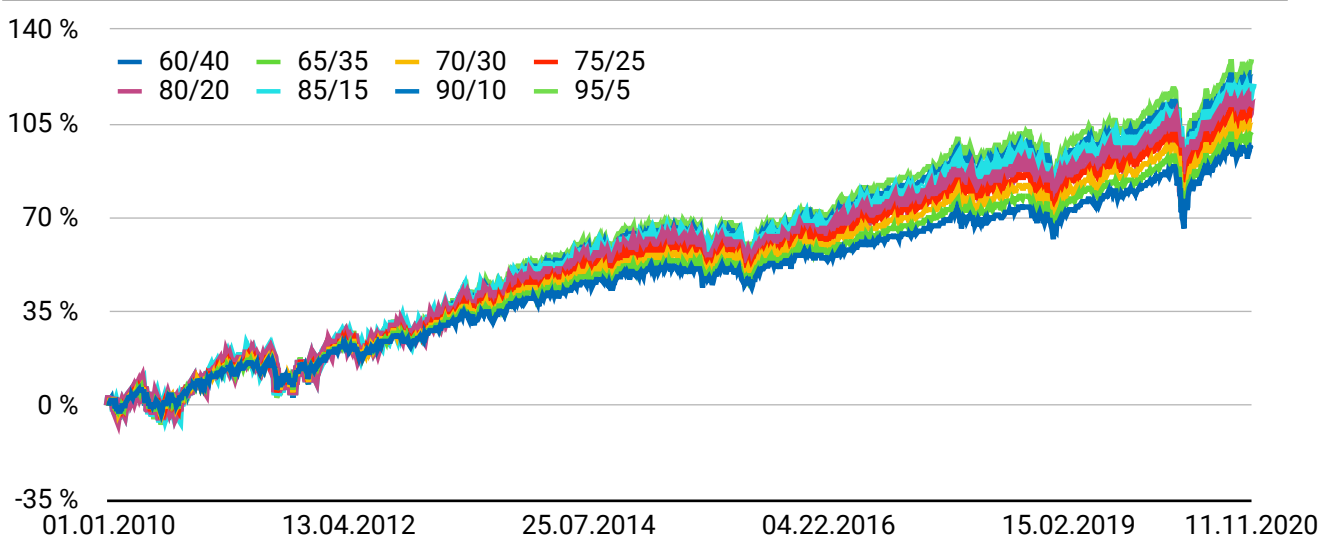
Источник: Vanguard, расчеты FinEx

Чтобы решить проблему снижения доходности портфеля 60/40, некоторые управляющие предлагают отказаться от части облигаций в пользу акций. Это, вероятно, приведет к увеличению долгосрочной прибыли. При этом возрастет и общий риск портфеля, что может быть неприемлемо с точки зрения risk capacity/risk tolerance.

Джереми Сигел, к примеру, [предлагал](#) новое распределение — 75/25 вместо 60/40. К сожалению, как мы уже выяснили ранее, маловероятно, что портфель, связанный с большим риском, будет соответствовать той прибыли, которую мы видели в прошлом (график 5).

Мы протестировали портфели с разным распределением (с шагом 5%) на горизонте 10 лет (график 8) и поместили результаты в таблицу 2. Как и ожидалось, коэффициент Шарпа у портфеля 60/40 достигает максимального (= наилучшего) уровня.

**График 8. Динамика доходности портфелей с различным распределением**



Акции: S&P 500  
 Облигации: Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index  
 Источник: Bloomberg, расчеты FinEx



**Таблица 2. Характеристики портфелей с разным распределением  
(временное окно – 10 лет)**

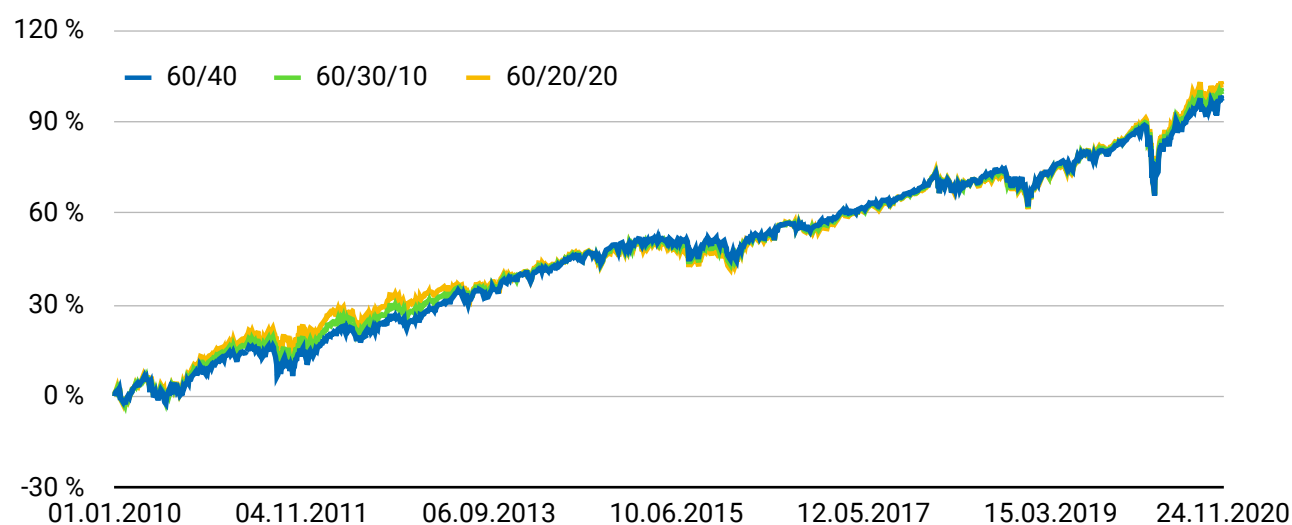
	60/40	65/35	70/30	75/25	80/20	85/15	90/10	95/5
Доходность, аннуализированная	12,22 %	12,48 %	12,73 %	12,97 %	13,21 %	13,45 %	13,68 %	13,91 %
Волатильность	10 %	11 %	12 %	13 %	14 %	15 %	15 %	16 %
Максимальная просадка	-22 %	-23 %	-25 %	-26 %	-28 %	-29 %	-31 %	-32 %
Коэффициент Шарпа	1,12	1,05	0,99	0,94	0,90	0,86	0,82	0,79

Источник: Bloomberg, расчеты FinEx

Итак, если увеличение риска – не выход из ситуации, инвестору необходимо задуматься над другими альтернативами.

Никола Васильевич, руководитель отдела Quantitative Strategy в Barclays Private Bank, [считает целесообразным](#) рассмотреть включение в портфель других классов активов, либо предусмотреть дополнительную страновую диверсификацию. Так, например, облигации стран развивающихся рынков (к примеру, FXRU) могут быть связаны с повышенной премией за кредитный риск, а акции компаний развивающихся стран более привлекательны с точки зрения фундаментальных оценок и потенциала роста (FXCN, FXRL, FXKZ).

Какие бы альтернативные классы активов не рассматривались на замену низкодоходных облигаций в портфеле инвесторов, для сохранения “магии” портфеля 60/40 они должны обладать важными свойствами, главное из которых – отрицательная, близкая к нулю корреляция с рынком акций. В этой связи, хорошей альтернативой может стать добавление **золота** в традиционный портфель 60/40.

**График 9. Динамика доходности стратегий 60/40, 60/30/10, 60/20/20**

Источник: Bloomberg, расчеты FinEx

Например, распределив активы в соотношении 60/30/10 или 60/20/20 на историческом промежутке в 10 лет мы получим результаты, близкие к результатам портфеля 60/40 (график 9), и даже превосходящие их по доходности.

При этом, характеристики риска портфелей оказались вполне сопоставимыми (таблица 3).

**Таблица 3. Характеристики портфелей 60/40, 60/30/10, 60/20/20**

	60/40	60/30/10	60/20/20
Доходность, аннуализированная	12,2 %	12,3 %	12,5 %
Волатильность	10 %	10 %	11 %
Максимальная просадка	-22 %	-22 %	-23 %
Коэффициент Шарпа	1,12	1,10	1,06

Источник: Bloomberg, расчеты FinEx

## Заключение

Текущие рыночные условия подсказывают нам, что ближайшее десятилетие окажется не таким благоприятным для традиционного портфеля 60/40. Низкие ставки по облигациям, риск инфляции и переоцененный американский рынок акций готовят инвесторов к более сдержанным ожиданиям доходности рассматриваемых инвестиционных инструментов и подталкивают их искать альтернативы устоявшимся распределениям.

Логичным шагом на пути сохранения и приумножения сбережений инвесторов будет дополнительная страновая диверсификация с рассмотрением инструментов развивающихся рынков, а также добавление в портфель новых классов активов, например, золота. Эти подходы помогут сохранить (а возможно и увеличить) текущий уровень доходности инвестиций, не ухудшая при этом заданные параметры риска.

В любом случае, инвесторам стоит помнить, что ни один «универсальный» портфель (60/40, «всепогодный» и др.) не может подходить всем. При построении *правильного* портфеля важно учитывать индивидуальные особенности инвестора, его цели и терпимость к риску.

Пожалуйста, обратите внимание: у каждого ETF свой цвет. В разные периоды доходность продуктов может существенно различаться; именно поэтому FinEx рекомендует стратегию диверсификации портфеля.

**Доходность фондов FinEx ETF в рублях**

5 лет	За 3 года	2019	С нач.2020	За 1 месяц
<b>FXIT</b> 243,7%	<b>FXIT</b> 161,9%	<b>FXRL</b> 37,2%	<b>FXIT</b> 71,6%	<b>FXRL</b> 15,1%
<b>FXCN</b> 108,1%	<b>FXUS</b> 85,9%	<b>FXIT</b> 30,1%	<b>FXCN</b> 51,6%	<b>FXDE</b> 12,6%
<b>FXUS</b> 110,5%	<b>FXGD</b> 74,5%	<b>FXUS</b> 15,7%	<b>FXGD</b> 40,9%	<b>FXRW</b> 9,3%
<b>FXGD</b> 84,0%	<b>FXRL</b> 72,1%	<b>FXRB</b> 15,4%	<b>FXUS</b> 42,0%	<b>FXWO</b> 6,6%
<b>FXRB</b> 72,5%	<b>FXCN</b> 61,6%	<b>FXWO</b> 14,3%	<b>FXWO</b> 39,2%	<b>FXKZ</b> 3,5%
<b>FXRU</b> 53,9%	<b>FXRU</b> 49,4%	<b>FXCN</b> 10,1%	<b>FXDE</b> 28,3%	<b>FXUS</b> 7,6%
<b>FXDE</b> 40,2%	<b>FXRB</b> 27,0%	<b>FXDE</b> 7,4%	<b>FXKZ</b> 27,5%	<b>FXIT</b> 6,9%
<b>FXMM</b> 39,2%	<b>FXDE</b> 27,3%	<b>FXMM</b> 6,6%	<b>FXRU</b> 28,2%	<b>FXCN</b> -2,6%
<b>FXRL</b> -	<b>FXMM</b> 17,7%	<b>FXGD</b> 4,2%	<b>FXTB</b> 23,6%	<b>FXRB</b> 1,3%
<b>FXKZ</b> -	<b>FXKZ</b> -	<b>FXRU</b> -1,4%	<b>FXRW</b> 10,3%	<b>FXMM</b> 0,3%
<b>FXTB</b> -	<b>FXTB</b> -	<b>FXKZ</b> -3,9%	<b>FXRL</b> 6,2%	<b>FXRU</b> -2,0%
<b>FXWO</b> -	<b>FXWO</b> -	<b>FXTB</b> -3,9%	<b>FXRB</b> 6,6%	<b>FXTB</b> -3,2%
<b>FXRW</b> -	<b>FXRW</b> -	<b>FXRW</b> -	<b>FXMM</b> 3,9%	<b>FXGD</b> -9,7%

Доходности указаны на 30/11/2020

## FINEX+ ETF RESEARCH

1 декабря 2020

### Владимир Крейндель

+7 499 286-00-36

kreyndel@finxplus.ru

### Анна Бердникова

+7 499 286-00-36

a.berdnikova@finxplus.ru

### Данил Логинов

+7 499 286-00-36

d.loginov@finxplus.ru

### Заявление об ограничении ответственности

Настоящее аналитическое исследование (далее по тексту – «материал») подготовлено аналитиком (-ами) ООО «УК «ФинЭкс Плюс» или аффилированных компаний, чье имя (чьи имена) указано(-ы) в материале. Настоящий материал подготовлен на основе информации, полученной из официальных общедоступных источников, в надежности и достоверности которых нет оснований сомневаться. Специальных исследований, направленных на выявление фактов неполноты и недостоверности указанной информации, не проводилось. Любые суждения или мнения, представленные в настоящем материале, актуальны на момент публикации материала. Если дата настоящего материала неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий материал был подготовлен независимо от ООО «УК «ФинЭкс Плюс», любые аналитические выводы и заключения, представленные в материале, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности суждений и мнений, ни один из аналитиков, ни ООО «УК «ФинЭкс Плюс», ни аффилированные компании, ни ее (их) директора и работники не устанавливали подлинность содержания настоящего материала и, соответственно, ни один из аналитиков, ни ООО «УК «ФинЭкс Плюс», ни аффилированные компании, ни ее (их) директора и работники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего материала, в связи с чем представленная информация не может считаться точной, справедливой и полной. Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией и ценные бумаги либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать инвестиционным целям инвестора. Определение соответствия ценной бумаги либо операции интересам и инвестиционным целям инвестора является задачей самого инвестора. Никакая информация и никакое мнение, выраженное в настоящем материале, не являются рекомендацией по покупке или продаже ценных бумаг и иных финансовых инструментов, не является офертой или предложением делать оферту или осуществлять иные вложения капитала. Данное аналитическое исследование не предоставляет гарантий или обещаний будущей эффективности (доходности) деятельности на рынке ценных бумаг. За достоверность информации, лежащей в основе настоящего материала, и за последствия решений, принятых вами на основе настоящего материала ни один из аналитиков, ни ООО «УК «ФинЭкс Плюс», ни аффилированные компании, ни ее (их) директора и работники ответственности не несут. ООО «УК «ФинЭкс Плюс» обращает внимание, что инвестиции в рынок ценных бумаг связаны с риском. Стоимость активов может увеличиваться и уменьшаться. Результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем. Никакая информация, касающаяся налогообложения, изложенная в настоящем материале, не является консультированием по вопросам налогообложения. ООО «УК «ФинЭкс Плюс» настоятельно рекомендует инвесторам обращаться за консультациями налоговых, бухгалтерских, финансовых и/или юридических независимых консультантов, которые будут учитывать особые обстоятельства каждой конкретной ситуации. ООО «УК «ФинЭкс Плюс» проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение каких-либо действительных или потенциальных конфликтов интересов компании и инвесторов, а также предотвращение ущемления интересов инвесторов. Для получения дополнительной информации о ценных бумагах, упомянутых в настоящем материале, необходимо обратиться в ООО «УК «ФинЭкс Плюс».

Любое копирование из настоящего материала без предварительного письменного согласия ООО «УК «ФинЭкс Плюс» запрещено.

Все права защищены.