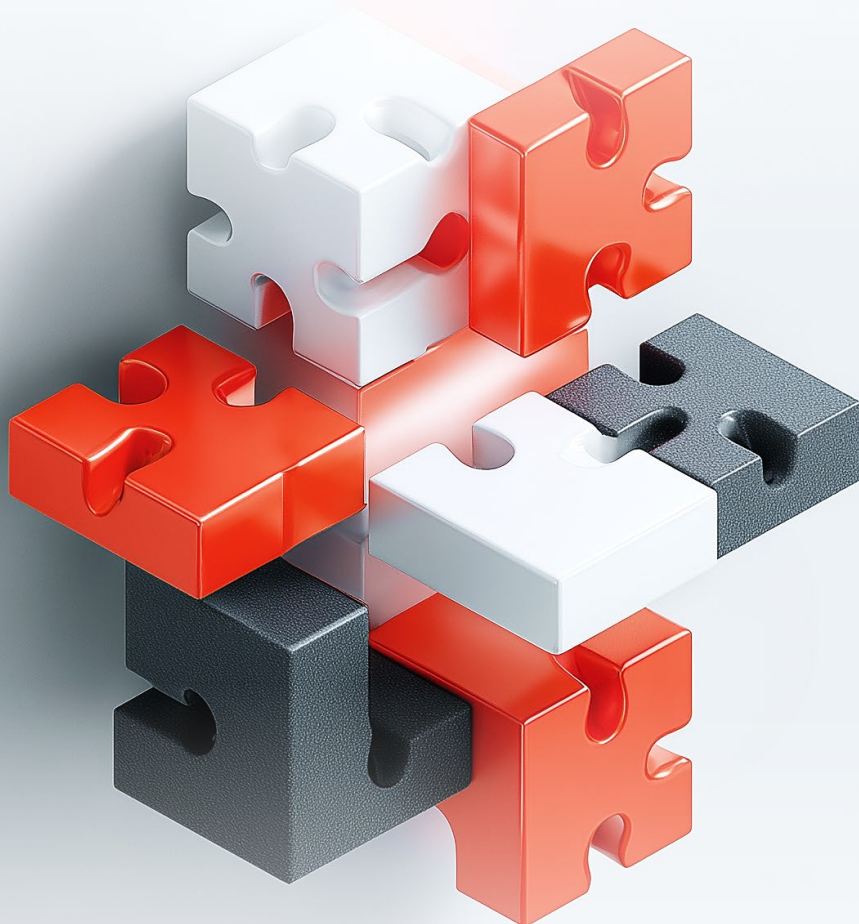


«Распределение активов — единственный фактор, влияющий на ваши инвестиции, на который вы действительно можете повлиять»

Уильям Дж. Бернстайн



Asset Allocation в действии

Исторический стресс-тест для
частного инвестора

Информационно-аналитический материал

СТОИМОСТЬ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПАЕВ МОЖЕТ УВЕЛИЧИВАТЬСЯ И УМЕНЬШАТЬСЯ, РЕЗУЛЬТАТЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В ПРОШЛОМ НЕ ОПРЕДЕЛЯЮТ ДОХОДОВ В БУДУЩЕМ, ГОСУДАРСТВО НЕ ГАРАНТИРУЕТ ДОХОДНОСТЬ ИНВЕСТИЦИЙ В ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ. ПРЕЖДЕ ЧЕМ ПРИОБРЕСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПАЙ, СЛЕДУЕТ ВНИМАТЕЛЬНО ОЗНАКОМИТЬСЯ С ПРАВИЛАМИ ДОВЕРИТЕЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ ПАЕВЫМ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ФОНДОМ.

Содержание:

- Введение в концепцию asset allocation
- Обзор стратегий и их классификация
- Исходные условия и модельные допущения
- Портфельные стратегии на примере России
 - Портфель 60/40
 - Постоянный портфель
 - Всепогодный портфель
 - Портфель «Золотая бабочка»
- Выводы и рекомендации

Введение в концепцию asset allocation

В условиях нестабильности финансовых рынков, высокой волатильности и меняющихся макроэкономических трендов управление инвестиционным портфелем становится критически важным для частных и институциональных инвесторов.

Одним из инструментов является **Asset Allocation (распределение активов)** — это процесс выбора и поддержания определенного соотношения различных типов активов в инвестиционном портфеле с целью достижения баланса между потенциальной доходностью и приемлемым уровнем риска с учетом финансовых целей, горизонта инвестирования и толерантности к риску инвестора.

Asset allocation строится на **портфельной теории** Гарри Марковица (1950-е годы). Ее суть в математическом анализе соотношения доходности и риска, а также в идее управления рисками на уровне всего портфеля, а не отдельных ценных бумаг¹.

В концепции asset allocation существует множество различных стратегий и их классификаций, одна из таких по принципу ребалансировки:

- 1. Пассивные стратегии (Buy & Hold)** — стратегии, при которых инвестор просто держит активы долгое время, не продавая и не перекладывая их.
- 2. Стратегическое распределение активов (Strategic Asset Allocation)** — заранее задаются целевые доли классов / волатильности активов с периодическим возвратом к ним при значительных отклонениях. Так риск остается под контролем
- 3. Календарные стратегии (Time-Based Strategies)** — один раз в определенный срок (например, каждый январь) приводим портфель к первоначальному соотношению, не глядя на рыночные колебания.

4. Тактическое распределение активов (Tactical Asset Allocation) — допускает краткосрочные активные отклонения от стратегических пропорций с целью использования текущих рыночных возможностей, после чего — возврат к базовым целевым долям.

Необходимость в asset allocation возникает из-за огромного количества доступных активов и сложностей в их организации, появления новых инструментов¹. Это усиливает необходимость в систематических подходах к управлению капиталом.

Попытки активного управления портфелем у рядового инвестора обычно приводят к большому разбросу значений доходности и волатильности. В то время как ряд исследований, таких как Brinson, Hood и Beebower (1986), Tokat, Wicas and Kinniry (2006)², показали, что для пассивных или широко диверсифицированных портфелей **значительная вариация доходности портфеля объясняется именно стратегией распределения активов**, а не рыночным таймингом или выбором бумаг.

Согласно отчету Cerulli Associates³, объем активов, размещенных через модельные портфели, только в США к 2026 году достигнет **2,9 трлн \$**, что отражает устойчивую тенденцию к расширению использования этих готовых решений профессиональными консультантами.

Особую роль в популяризации Asset Allocation играют **робосоветники** — автоматизированные платформы, предлагающие индивидуальные стратегии на основе распределения активов. Как отмечалось в недавнем исследовании ЛИРИ⁴, в 2024 году **активы под управлением робосоветников в мире превысили 1,5 трлн \$** и рынок продолжает расти.

Цель исследования — применить на практике подход Asset Allocation и проверить, как простые и популярные стратегии формирования и ребалансировки портфеля показали бы себя на российском рынке.

Результаты исследования не являются индивидуальной инвестиционной рекомендацией.

¹ Источник: A practitioner's guide to asset allocation.

² Источник: Vanguard Investment Counseling & Research.

³ Источник: The Cerulli Report—U.S. Asset Allocation Model Portfolios 2024.

⁴ Источник: «Советник без лица: можно ли доверять роботу инвестиции»

Обзор стратегий и их классификация

Классифицировать стратегии по принципу ребалансировки можно по следующим категориям:

1. Пассивные стратегии (Buy & Hold)

Классическая пассивная методика, при которой инвестор единожды формирует портфель (часто из широких индексных фондов) и затем почти не совершает сделок, позволяя активам расти вместе с рынком. Логика проста: большинство попыток «переиграть» рынок за счет тайминга приводят к лишним транзакционным издержкам, налогам и риску пропустить лучшие дни роста. Отсутствие частых операций минимизирует комиссии, а долгий инвестиционный горизонт усиливает эффект сложного процента.

2. Стратегическое распределение активов (Strategic Asset Allocation)

2.1. Стратегия фиксированных весов (Fixed-Weight Strategy)

Простой подход к управлению портфелем, при котором заранее задается постоянное соотношение активов (например, акций и облигаций) и поддерживается путем периодической ребалансировки. Такая модель упрощает контроль рисков и сочетает потенциал роста капитала с предсказуемостью дохода. Классический вариант — 60% акций и 40% облигаций (или 80% на 20%). *Конкретная реализация: портфель из ETF Vanguard Total Stock Market (VTI) и Vanguard Total Bond Market (BND), доли которых приводятся к исходным 60/40 при каждой ребалансировке.*

2.2. Портфель с равными весами (equal-weight portfolio) — частный случай стратегии фиксированных весов. При нем каждый из N активов занимает в портфеле долю $1/N$, при этом не учитываются иные факторы (рыночная стоимость, риск, доходность и т. п.).

Основная гипотеза: погрешности в оценке этих параметров скорее вредят портфелю, чем приносят пользу. **Ключевой принцип — регулярная ребалансировка** для сохранения исходной структуры. Такая модель обеспечивает равномерное распределение капитала между активами, избегая концентрации позиций и создавая более сбалансированный портфель.

2.3. Паритет риска (Risk Parity) —

стратегия распределения активов, при которой капитал распределяется не по рыночной стоимости, а по вкладу каждого актива в общий риск портфеля (измеряемый волатильностью).

Основные принципы:

- **Распределение риска, а не капитала:** доли активов подбираются так, чтобы каждый вносил одинаковую «порцию» риска. Например, если акции более волатильны, чем облигации, их доля в RP-портфеле будет значительно меньше для балансировки.
- **Использование финансового рычага** (плечо): чтобы компенсировать снижение доли высокодоходных, но рискованных активов, фонды могут использовать заемные средства (например, увеличить инвестиции в облигации сверх собственных средств)¹.

2.4. Портфель минимальной дисперсии (Minimum Variance Portfolio) —

это специфический портфель, который стремится выйти на границу эффективности (наилучшее соотношение риска и доходности). Он отличается самым низким уровнем риска (наименьшее стандартное отклонение или дисперсию).

- Основа концепции была заложена в теории портфеля, разработанной Гарри Марковицем. Он предложил инвесторам не просто пытаться максимизировать ожидаемую доходность, но и учитывать разброс доходности (т. е. риск), выбирая портфели, предлагающие самую высокую ожидаемую доходность для заданного уровня риска².

¹ Источник: Investopedia

² Источник: A practitioners guide to asset allocation

- Риск* портфеля зависит не только от волатильности отдельных классов активов, но и от их взаимосвязи (ковариации). Чем ниже ковариация, тем сильнее эффект диверсификации.
- Такой портфель подходит для инвесторов с очень низкой склонностью к риску.

2.5. Портфель максимальной диверсификации (Maximum Diversification Portfolio)

— ставит целью получить диверсификационную премию — разницу между «суммой рисков» отдельных активов (брутто-риск) и фактическим риском всего портфеля (нетто-риск) через использование преимуществ нескоррелированных активов.

- В основе лежит максимизация **коэффициента диверсификации** (насколько хорошо работает распределение активов), определяемого как отношение взвешенного среднего волатильностей активов к волатильности всего портфеля.
- MDP отличается от MVP тем, что фокусируется не только на снижении риска, но и на **максимальном использовании преимуществ низкой корреляции между активами**, что обеспечивает более устойчивую диверсификацию¹.

2.6. Целевой уровень риска (Target Volatility)

— доля рискованных активов динамически регулируется так, чтобы реализованная волатильность портфеля не превышала заданного значения.

2.7. Стратегии защиты капитала (Portfolio Insurance / Capital Protection)

Например, Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI) динамически корректирует аллокацию в ответ на рыночные условия. В CPPI часть средств инвестируется в рискованные активы (например, акции) только до тех пор, пока стоимость портфеля превышает заранее установленный уровень («пол»); при снижении стоимости портфеля доля рискованных активов автоматически сокращается.

3. Календарные (Time-Based Strategies)

Стратегия возрастной траектории (Age-based Glide Path) — автоматически снижает долю рискованных активов с возрастом: в «молодости» портфель агрессивен (80–90% акций), к пенсионному возрасту акции уменьшаются до 20–30%, а облигаций и наличности становится 70–80%. Изначально такие модели получили широкое распространение в «целевых» пенсионных фондах (Target Date Funds) и призваны обеспечить максимальный рост капитала на старте и минимизировать риск к окончанию инвестиционного горизонта. Пример: правило «100 – возраст» определяет долю акций.

4. Тактическое распределение активов (Tactic Asset Allocation)

4.1. Трендовое следование с различными режимами риска (Trend-Following Overlay Risk-On / Risk-Off) — динамическая модель управления активами, в которой базовое распределение портфеля дополняется трендовой системой, автоматически регулирующей риск. Risk-On: при восходящем тренде увеличивает долю рискованных активов; Risk-Off: при нисходящем — переводит средства в защитные инструменты или кеш. Для выявления трендов используются скользящие средние и технические индикаторы (MACD, RSI и др.). *Пример: стратегия Standpoint Multi-Asset Эрика Криттендена, где Всепогодный портфель сочетается с систематическим следованием за трендом.*

4.2. Факторные стратегии (Factor Strategies)

Например, **Value tilt** отбирает акции по фактору «стоимости» — компаний, чьи котировки ниже их внутренней стоимости (низкие P/E, P/B), — ожидая их опережающего роста¹. Фундаментальный анализ и долгосрочный горизонт.

4.3. Индексный тайминг (Index Timing)

Например, **CAPE timing** стратегия перераспределяет долю акций в портфеле в зависимости от индекса CAPE (отношение цены к усредненной за 10 лет инфляционно скорректированной прибыли). При высоком CAPE (рынок переоценен) доля акций сокращается, при низком (недооценен) — растет. Это позволяет потенциально улучшить доходность и снизить волатильность, избегая покупок на пиках и наращивая позиции на спадах. *Пример фонда: Vanguard Value ETF (VTV)*

¹Источник: Toward

*Если отдельно не указано, то риск понимается в смысле неопределенности будущей стоимости актива, т.е. колебания его цен.

Исходные условия и модельные допущения

1. Структура модельного портфеля

- Портфель включает в себя от 2 до 4 инструментов. Это модельные фонды, следующие за определенными индексами или классами активов.
- Каждому инструменту в портфеле соответствует целевая доля, заданная на старте. Впоследствии портфель стремится к сохранению этих пропорций.
- Покупка осуществляется только целыми лотами.

2. Исходные условия

- Начальная сумма инвестиций составляет **10 000 руб.**, что примерно соответствует **9,3% медианной годовой заработной платы в России в 2007–2008 годах** (по данным Росстата¹, после вычета налогов).
- Стоимость паев фондов моделировалась с учетом среднерыночных совокупных годовых расходов фондов по каждой категории на 2025 год (списывались ежемесячно), а также на основе следующих индексов²:
 - Акции — MCFTF (расходы — 1,5% в год)
 - Облигации — RGBITR (1%)
 - Акции средних и малых компаний — MCXSM (1,5%)
 - Денежный рынок — ставки по депозитам до 1 года (ЦБ РФ) и RUSFAR (0,7%)
 - Золото — данные ЦБ РФ (1,3%)
 - Платина — Палладий — спотовые цены XPT, XPD (1,7%)

3. Комиссии и налогообложение

- При ребалансировке учитывается:
 - **комиссия** на покупку и продажу активов (постоянная ставка 0,3%, без порогов);
 - **налог 13%** на прибыль от продажи активов (при положительной разнице между ценой покупки и продажи).

3. Пополнение портфеля

- Рассматриваются два режима:

Пополнение — средства вносятся одновременно с событием ребалансировки.

— Сумма пополнения равна **1/12 медианной зарплаты** (после налогообложения) за каждый соответствующий период (месяц, квартал, полугодие или год).

— В случае отсутствия ребалансировки средства все равно вносятся и распределяются между активами **согласно начальному распределению**, независимо от текущих долей.

Отсутствие пополнений — портфель изменяется только за счет переоценки и возможной ребалансировки.

- Если сумма пополнения недостаточна для покупки хотя бы одного лота по какому-либо активу, она резервируется до следующего события пополнения / ребалансировки.

4. Поведение инвестора

- Инвестор действует **умеренно рационально**: осведомлен о новых рыночных инструментах и страновых рисках, может менять инструменты в составе портфеля, но сохраняет стратегическую приверженность выбранным инструментам при отсутствии полной замены.

5. Ребалансировка

- Ребалансировка производится в последний рабочий день каждого из четырех периодов: **раз в месяц, квартал, полугодие или год**.
- Ребалансировка проводится **при наличии любого отклонения от целевых долей** и только если она:
 - технически возможна (учитывая округление по лотам);
 - **снижает общее отклонение** от целевой структуры.
- В случае невозможности достижения точного баланса приоритет корректировки отдается активам с наибольшим абсолютным отклонением.

¹ Источник: Росстат

² Источник: Банк России, МосБиржа

Портфельные стратегии на примере России

Портфель 60/40

Портфель 60/40 — одна из классических стратегий долгосрочных инвестиций с жестким целевым распределением активов. 60% всех вложений в портфеле приходится на акции, а 40% — на облигации (рисунок 1.1).

- **Акции** отвечают за рост капитала в благоприятных рыночных условиях.
- **Облигации** смягчают волатильность портфеля в периоды рыночного спада.

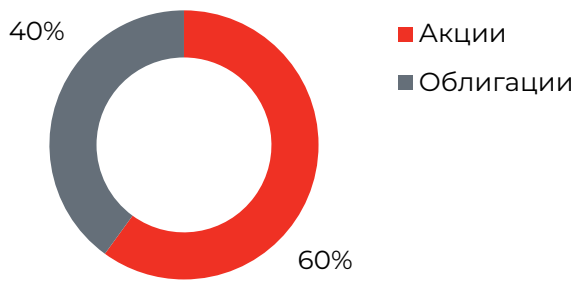


Рисунок 1.1. Целевая структура портфеля

Поскольку портфель представляет собой набор классических рыночных инструментов, в его основу были взяты **старейшие рассчитываемые индексы МосБиржи** (таблица 1.1).

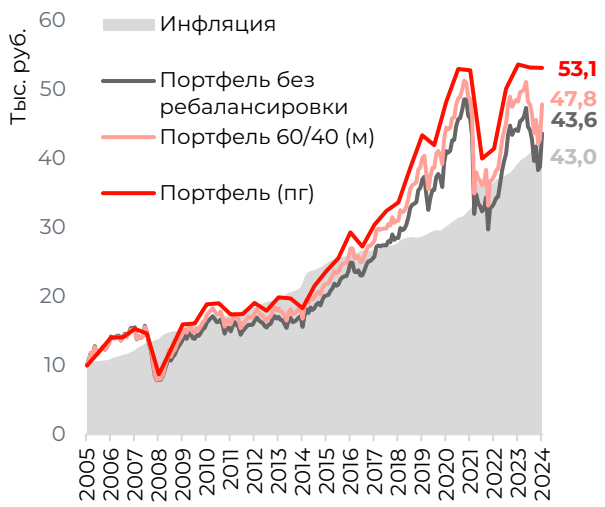
Исходный портфель	Российский эквивалент
Акции	Смоделированный фонд на базе индекса MCFTR
Облигации	Смоделированный фонд на базе индекса RGBITR

Таблица 1.1. Инструменты РФ для Портфеля 60/40.

Расчеты по портфелю производились за продолжительный период — с 31.12.2005 по 31.12.2024.

Прежде чем сравнивать стратегии ребалансировки, стоит посмотреть, как **Портфель 60/40** рос за 19 лет и опережал ли он инфляцию. Рисунок 1.2 демонстрирует эволюцию рублевого портфеля в 10 000 рублей, вложенных 31.12.2005, где на 31.12.2024 все 4 ребалансировки лежат в пределах от 47,8 до 53,1 тыс. руб., **более чем на 23% обогнав накопленную инфляцию** за сопоставимый период.

- Исторический анализ портфеля показывает ключевые закономерности:
- Все варианты ребаласировок портфеля минимум на 11% обошли инфляцию — инвестиции в активы реально приумножили капитал.
 - Портфель успешно пережил крупнейшие финансовые кризисы 2008 и 2022 гг., достигая новых пиков в следующие годы.
 - Внутри портфеля всего 2 актива: фонды на акции и облигации, что существенно облегчает мониторинг и операции ребалансировок.

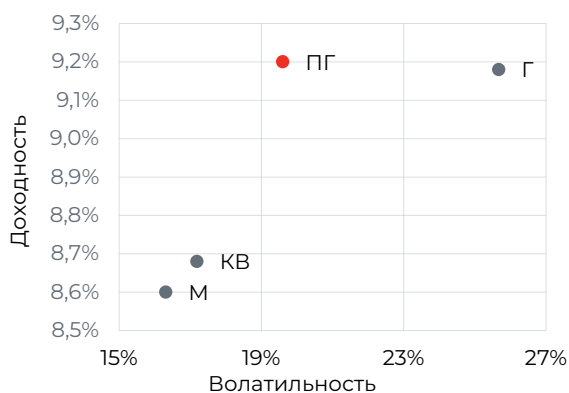


м — месячная, пг — полугодовая ребалансировка, инфляция рассчитана на основе ИПЦ

Рисунок 1.2. Динамика стоимости Портфеля 60/40 без пополнения и бенчмарков

- Портфели с ребалансировкой показали лучшие результаты, что указывает на важность данного механизма работы с портфелем.
- Регулярные полугодовые ребалансировки сгладили колебания портфеля, потенциально улучшив сон инвестора.

Более детальное сравнение различных стратегий ребалансировки (приложение 1) показало, что по мере увеличения частоты ребалансировки соотношение риска и доходности портфеля смещается влево и вниз — то есть и доходность, и волатильность падают, что наглядно подтверждает следующий вывод: **чем чаще возвращались доли к целевым 60/40, тем более стабильным становился портфель. Меньшее число операций повышало доходность, т. к. снижались транзакционные издержки — комиссии и налоги** (рисунок 1.3).



м — месячная, кв — квартальная, пг — полугодовая, г — годовая ребалансировка

Рисунок 1.3. Риск и доходность¹ в зависимости от типа ребалансировки

Вывод также подтверждается рядом исследований², где отмечается, что частая ребалансировка снижает ошибку следования и в некоторых случаях может повышать доходность, однако значительно зависит от транзакционных издержек (комиссий, налогов, льгот и т. п.) и частых колебаний активов относительно среднеисторического уровня.

В условиях полугодовой ребалансировки на периоде с 31.12.2005 по 31.12.2024

Портфель 60/40 показал умеренные риски относительно активов, наполняющих его, при этом имея самую высокую доходность (рисунок 1.4). Даже портфель, состоящий на 100% из акций, давал доходность лишь в 9,12% и сопровождался большей волатильностью (30%), т. е. инвестору приходится рассчитывать на значительные колебания стоимости и быть готовым к глубоким просадкам портфеля. Портфель только из облигаций был более стабилен, но уже значительно менее доходен (6,21%), а Портфель 60/40 демонстрировал компромисс: ощутимо выше инфляции и облигаций по доходности, при этом более комфортен по волатильности, чем акции.



Рисунок 1.4. Риск и доходность портфеля, активов и бенчмарков (полугодовая реб.)

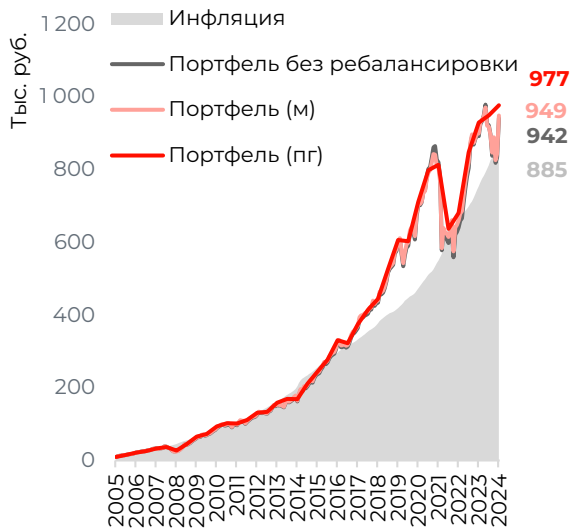
Рисунок 1.5 иллюстрирует эволюцию рублевого Портфеля 60/40 за тот же период (2005–2024), но уже с регулярным пополнением средств, составляющим 1/12 медианной зарплаты (после налогообложения) за каждый соответствующий период (месяц, квартал, полугодие или год).

Исторический анализ портфеля помогает выявить ключевые отличия по сравнению с портфелем без пополнений:

- **Кумулятивная сила регулярных вложений.** Даже «скромные» вложения — 1/12 или 8,3% медианной зарплаты — на протяжении 19 лет позволили бы не только сохранить накопленные деньги, но и заработать сверх инфляции 10%, или почти 2 месяца медианной

¹Здесь и далее доходность рассчитана на базе TWRR

²Источник: [AQR Portfolio Rebalancing Common Misconceptions](#)



м — месячная, пг — полугодовая ребалансировка, инфляция рассчитана на основе ИПЦ

Рисунок 1.5. Динамика стоимости портфеля 60/40 с регулярным пополнением средств и бенчмарков

зарплаты, накопив в совокупности 949–977 млн руб., что эквивалентно 17 месяцам медианной зарплаты.

- **Снижение зависимости от выбора точки входа.** Регулярные покупки по разным ценам снижают риск неудачного входа на самом пике рынка.
- **Регулярность важнее размера.** Для получения сопоставимого результата в 2006 году нужно было бы вложить около 185 тыс. руб., или почти 34 месячные медианные зарплаты, в то время как в Портфель 60/40 за 19* лет было вложено 19 месячных медианных зарплат (это также перекликается с предыдущим пунктом, т. к. за такой длинный период неоднократно появлялись возможности приобретения активов в портфель по более низким ценам, чем на дату его формирования, таким образом позволяя накопить тот же объем активов за меньшую сумму, чем потребовалось бы при единовременном приобретении).
- **Снижение издержек на ребалансировку,** поскольку при

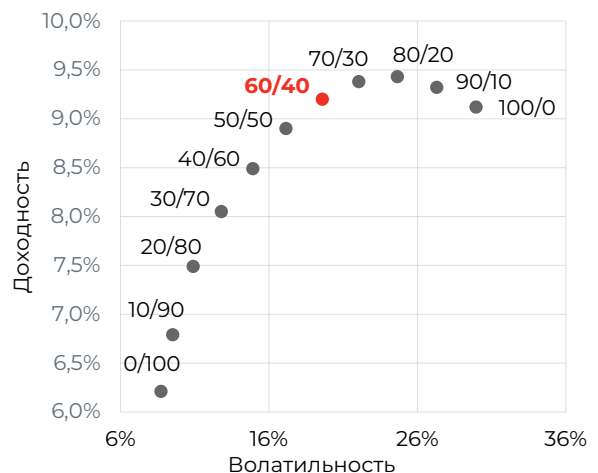
пополнении портфеля снижается необходимость продавать активы для ребалансировки.

- **Ребалансировка делала портфель менее волатильным** и чуть более доходным, чем вариант без ребалансировки, снижая влияние точки входа в портфель.

Портфель 60/40 является популярным распределением, т. к., как правило, занимает среднюю позицию на кривой риска и доходности, предлагая сопоставимую доходность при значительно меньшей волатильности, чем портфель, состоящий на 100% из акций (рисунок 1.6).

Кривая показывает, как изменение доли акций и облигаций влияет на волатильность портфеля и ожидаемую прибыль, а движение вправо вверх иллюстрирует одновременный рост риска и доходности.

Как правило, консервативные инвесторы предпочитают портфели слева с низкой волатильностью и более скромной доходностью. Агрессивные, напротив, выбирают портфели справа и готовы к значительным колебаниям ради максимального роста капитала.



Расчет для рассматриваемой в исследовании суммы в 10 000 руб. без пополнения средств, полугодовая ребалансировка

Рисунок 1.6. Кривая риска и доходности для портфеля из акций (левая цифра, доля) и облигаций (правая цифра, доля)

* Важно отметить, что медианная з/п росла опережающими темпами в сравнении с инфляцией (на конец 2005 года составляла 5,5 тыс. руб., что в ценах 2024 года – 23,5 тыс. руб., в то время как медианная з/п 2024 года составляет ок. 56,4 тыс. руб.), таким образом накопленные 17 мес. медианной з/п сегодня больше, чем 19 мес., вложенные за время жизни портфеля.

Постоянный портфель (permanent portfolio)

Портфель разработан Гарри Брауном в 1980-х годах и стремится быть устойчивым в любых экономических условиях (инфляция, дефляция, рост, рецессия) за счет равного распределения активов. Портфель формируется из четырех категорий активов (таблица 2.1):

- **Акции.** Призваны обеспечить рост в периоды экономического подъема.
- **Облигации.** Стабилизируют портфель при дефляции и падении ставок.
- **Денежный рынок.** Поддерживает ликвидность, что особенно важно в периоды рецессии.
- **Золото.** Позволяет сбалансировать портфель в период высокой инфляции и кризисов.

Поскольку каждой категории придается вес в 25%, портфель можно отнести к категории с равными весами (рисунок 2.1).

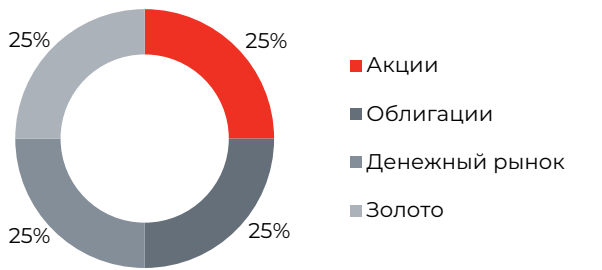


Рисунок 2.1. Целевая структура портфеля

Расчеты производились с 30 сентября 2007 года (незадолго до кризиса) по 30 декабря 2024 года.

Фонд денежного рынка был смоделирован на основе данных индекса RUSFAR с 2018 года. До этого периода на основе данных Банка России по депозитам до 1 года, кроме депозитов до востребования (ставки по депозитам увеличены на средний спред между ставками депозитов и индекса RUSFAR с 2018 года). Общие расходы фонда

Исходный портфель	Смоделированный фонд	Индекс
Акции	Фонд акций	MCFTR
Облигации	Фонд облигаций	RGBITR
Денежный рынок	Фонд денежного рынка	RUSFAR и депозиты до 1 года
Золото	Фонд золота	Цены на золото ЦБ

Таблица 2.1. Смоделированные фонды для Постоянного портфеля

— 0,7% ежегодной стоимости активов.

На всем анализируемом периоде **портфель демонстрировал положительную динамику независимо от типа ребалансировки**, а также показывал себя лучше портфеля без ребалансировки.

В периоде с 30.09.2007 по 31.12.2024 **наилучшее сочетание риска* и доходности Постоянного портфеля достигалось при квартальной ребалансировке** (рисунок 2.3).



м — месячная, пг — полугодовая ребалансировка, инфляция рассчитана на основе ИПЦ

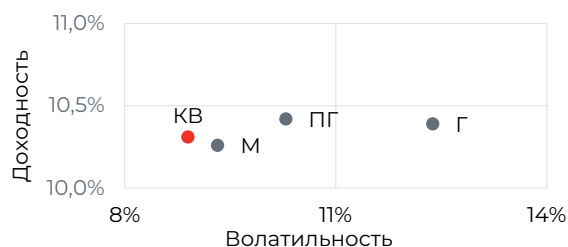
Рисунок 2.2. Динамика стоимости Постоянного портфеля и инфляции

Источники: Банк России, Банк России

*Если отдельно не указано, то риск понимается в смысле неопределенности будущей стоимости актива, т.е. колебания его цен.

Эта стратегия имела самое низкое отношение волатильности (8,9) к доходности (10,31) — другие стратегии имеют схожие доходности при большей волатильности. При ежемесячной ребалансировке транзакционные издержки (комиссии и налоги) снижают итоговую доходность, при этом риски сопоставимы с риском портфеля без ребалансировок (приложение 2).

При этом долгосрочная стратегия (т. е. при редких ребалансировках: годовой и полугодовой) несет в себе высокую волатильность, т. к. сложно подобрать правильный момент для входа, за год могут произойти неожиданные обстоятельства, поэтому портфель может показывать наибольшую волатильность.



м — месячная, кв — квартальная, пг — полугодовая, г — годовая ребалансировка

Рисунок 2.3. Риск и доходность в зависимости от типа ребалансировки

В условиях квартальной ребалансировки Постоянный портфель показывал умеренную волатильность относительно активов, наполняющих его, при этом имея одну из самых высоких доходностей (рисунок 2.4)

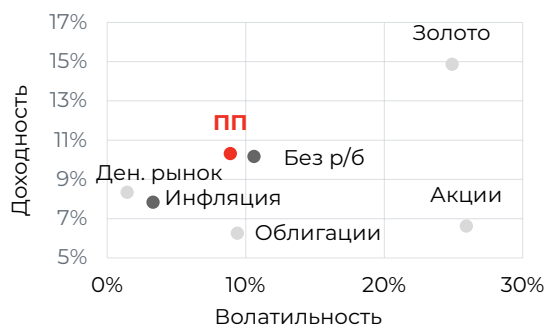


Рисунок 2.4. Риск и доходность Постоянного портфеля, активов и бенчмарков (квартальная реб.)

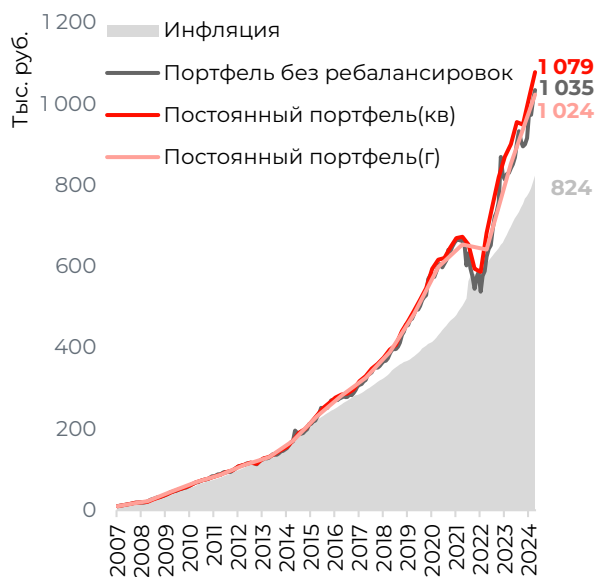
При таком типе ребалансировки портфель выигрывает относительно портфеля без ребалансировок и инфляции, принимает усредненное положение в сравнении с входящими активами.

Портфель оказался доходнее, чем 3 из 4 входящих в него активов при гораздо меньшей волатильности.

При моделировании портфеля с регулярным пополнением средств все типы портфелей независимо от типа ребалансировки превосходят инфляцию (рисунок 2.5).

Портфель без ребалансировок визуально имел более резкие корректировки, в этом смысле **преимущество портфелей с регулярными ребалансировками заключается в сглаженной и более плавной динамике**. Однако портфель без ребалансировок показывал себя лучше портфеля с годовой ребалансировкой.

На конец 2024 года портфель с пополнением средств и квартальной ребалансировкой показал наибольшую накопленную сумму и на 30,9% превзошел инфляцию.



кв — квартальная, г — годовая ребалансировка, инфляция рассчитана на основе ИПЦ

Рисунок 2.5. Динамика стоимости Постоянного портфеля с регулярным пополнением средств и бенчмарков

Всепогодный портфель (all weather portfolio)

Всепогодный портфель, входящий в категорию портфелей со стратегическим распределением активов, был разработан Рэем Далио, основателем Bridgewater Associates, с целью создания устойчивой инвестиционной стратегии, способной сохранять стабильность в любых экономических условиях. Его основа — диверсификация между активами, по-разному реагирующими на изменение макроэкономической среды, с обязательной периодической ребалансировкой для поддержания баланса риска. Каждый актив в нем выполняет свою роль: акции обеспечивают рост, облигации смягчают волатильность в рецессию, золото и биржевые товары страхуют от инфляции.

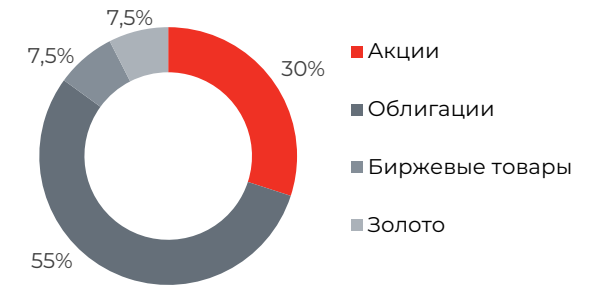


Рисунок 3.1. Структура Всепогодного портфеля

Расчеты велись с 30 сентября 2007 года по 31 декабря 2024 года в рублях, с учетом смоделированных фондов на основе индексов.

При моделировании портфеля было сделано допущение — для биржевых товаров выбраны платина и палладий (из-за отсутствия доступных аналогов на российском рынке).

Динамика Всепогодного портфеля наглядно подтверждала его название, демонстрировав способность успешно адаптироваться к различной рыночной «погоде».

Исходный портфель	Смоделированный фонд	Индекс
Акции	Фонд акций	MCFTR
Облигации	Фонд облигаций	RGBITR
Биржевые товары	Фонд биржевых товаров	Платина (XPT) и палладий (XPD)
Золото	Фонд золота	Цены на золото ЦБ

Таблица 3.1. Инструменты РФ для Всепогодного портфеля

Однако такой портфель ориентирован на долгосрочное инвестирование и в большей мере **направлен на сохранение капитала**, нежели на приумножение.

К концу 2024 года Всепогодному портфелю удалось значительно обогнать инфляцию — на 9,9% при полугодовой ребалансировке.

Всепогодный портфель лучше всего себя вел **при полугодовой частоте ребалансировки**. Именно при таких условиях портфелю удавалось обгонять инфляцию быстрее.

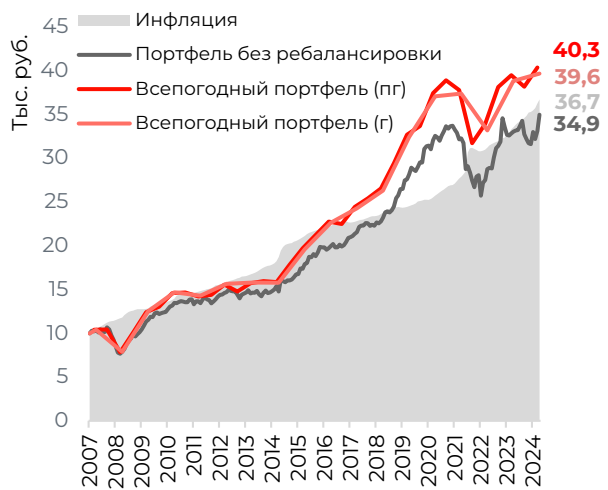
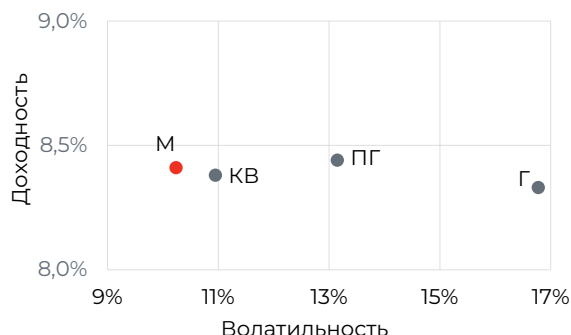


Рисунок 3.2. Динамика стоимости Всепогодного портфеля и бенчмарков*

* Если не сказано иное, то здесь и далее м — месячная, кв — квартальная, пг — полугодовая, г — годовая ребалансировка, инфляция рассчитана на базе ИПЦ.

Однако отрыв от других видов ребалансировок незначителен и квартальная и месячная ребалансировки являются менее волатильными и более предпочтительными вариантами с точки зрения соотношения риска и доходности (рисунок 3.3, приложение 3).



м — месячная, кв — квартальная, пг — полугодовая, г — годовая ребалансировка

Рисунок 3.3. Риск и доходность в зависимости от ребалансировки портфеля

Всепогодный портфель на фоне входящих в него активов выглядел как золотая середина: доходность выше, чем у большинства защитных активов, а риск значительно ниже, чем у агрессивных (рисунок 3.4), что делало его особенно привлекательным в нестабильной макроэкономической среде.

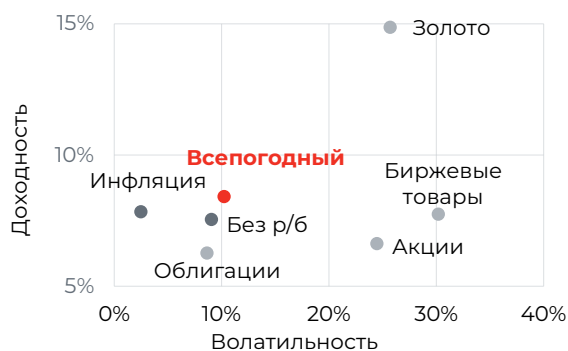
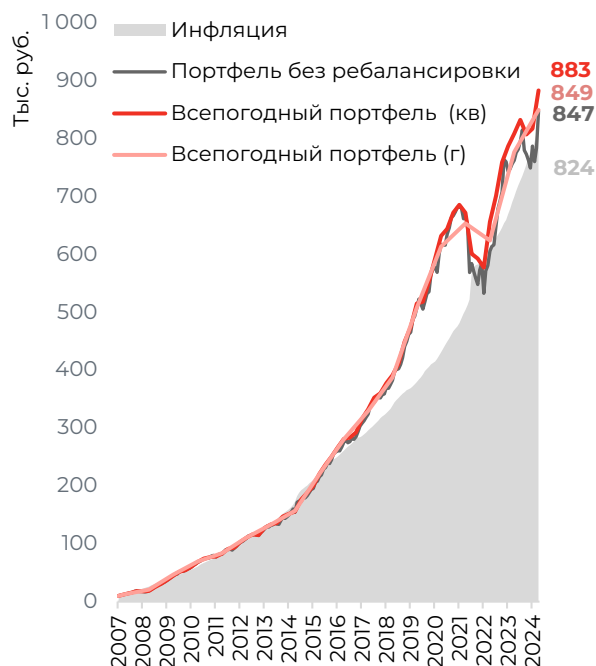


Рисунок 3.4. Риск и доходность портфеля, активов и бенчмарков (месячная реб.)

Статичная стратегия может уступать по эффективности более гибким подходам, адаптированным под текущие возможности и цели инвестора.

На практике часто добавляется условие пополнения средств при ребалансировке портфеля. **Сочетание пополнения и ребалансировки становится важным фактором для сохранения и приумножения инвестиционного капитала.**

При условии регулярного пополнения денежных средств в каждом периоде, портфель с квартальной ребалансировкой показывал себя лучше остальных (рисунок 3.5), лучше реагируя на динамичную среду финансового рынка России.



кв — квартальная, г — годовая ребалансировка. Инфляция рассчитана на основе ИПЦ

Рисунок 3.5. Динамика стоимости Всепогодного портфеля с доведением и бенчмарков

Портфель «Золотая бабочка» (golden butterfly)

Портфель «Золотая бабочка» является разновидностью постоянного портфеля, которую предложил создатель сайта Portfolio Charts. Эта стратегия относится к категории **портфелей с равными весами** и ориентирована на устойчивость в условиях рыночной неопределенности и сочетает элементы роста и стабильности.

Главным отличием от постоянного портфеля является **включение акций компаний с малой капитализацией**, учет которых дает портфелю возможность роста в периоды экономического подъема и получения сверхприбыли. Акции широкого рынка отражают общее состояние экономики, а облигации и золото выступают защитными активами в периоды рецессий, снижения процентных ставок и инфляции.

Чтобы можно было подробнее рассмотреть стратегию, были смоделированы инструменты, представленные в таблице 4.1, с долями на рисунке 4.1 (из-за отсутствия точного аналога долгосрочных облигаций доли были объединены).



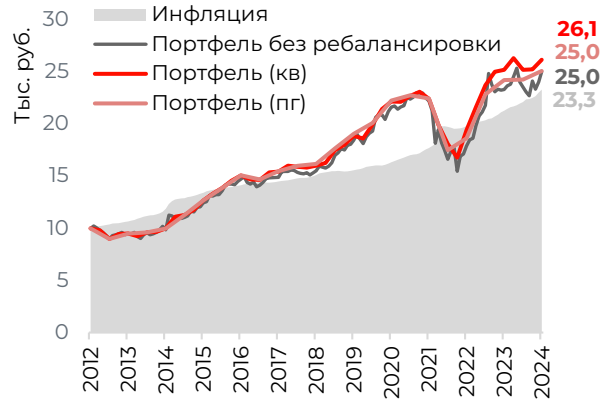
Рисунок 4.1. Целевая структура портфеля «Золотая бабочка»

Исходный портфель	Смоделированный фонд	Индекс
Акции широкого рынка	Фонд акций широкого рынка	MCFTTR
Акции малой капитализации	Фонд акций малой капитализации	MCXSM
Краткосрочные облигации	Фонд облигаций	RGBITR
Долгосрочные облигации	Фонд облигаций	RGBITR
Золото	Фонд золота	Цены на золото ЦБ

Таблица 4.1. Смоделированные фонды для портфеля «Золотая бабочка»

Портфель был рассчитан на период с 31.12.2012 по 31.12.2024, с использованием стоимости паев смоделированных фондов. В основу были взяты индексы МосБиржи.

На протяжении всего рассматриваемого периода портфель демонстрировал положительную динамику независимо от типа ребалансировки — вложенные 10 тыс. руб. выросли **до 25–26,1 тыс. руб.** на конец 2024 года (рисунок 4.2.).



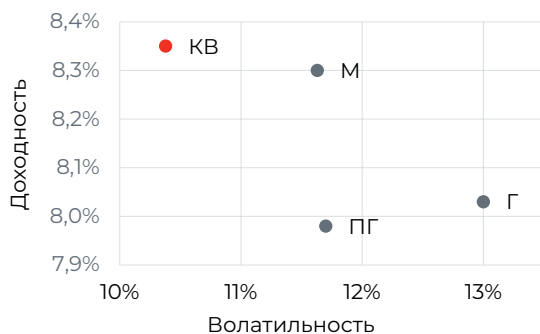
кв — квартальная, пг — полугодовая ребалансировка, инфляция рассчитана на основе ИПЦ

Рисунок 4.2. Динамика стоимости портфеля «Золотая бабочка» и бенчмарков

¹ Источник: Банк России, МосБиржа

Важно заметить, что ребалансировка портфеля не только немного обгоняет портфель без ребалансировки, но и позволяет сглаживать влияние рыночных условий, уменьшая резкие скачки портфеля как вниз, так и вверх.

Наилучшие результаты показала квартальная ребалансировка, которая обогнала инфляцию более чем на 12% к концу рассматриваемого периода. Данная стратегия показала **наибольшую доходность (8,35%)** и **наименьшую волатильность (10,38%)**. Такая стратегия позволила держать портфель в более стабильном соотношении активов, сохраняя баланс между доходными и защитными компонентами. Ежегодная и полугодовая ребалансировки, напротив, давали слишком много времени на накопление риска, поэтому показали чуть более низкие доходности и высокую волатильность (рисунок 4.3, приложение 4).



м — месячная, кв — квартальная, пг — полугодовая, г — годовая ребалансировка

Рисунок 4.3. Риск и доходность в зависимости от типа ребалансировки

Квартальная ребалансировка также показывала умеренные риски относительно активов, входящих в портфель, и занимала промежуточное положение между ними на графике риска и доходности: портфель менее волатилен, чем золото и акции, но доходнее, чем облигации (рисунок 4.4).

В ходе анализа показано, как регулярное пополнение инвестиционного портфеля значительно увеличивает капитал в долгосрочной перспективе (рисунок 4.5).

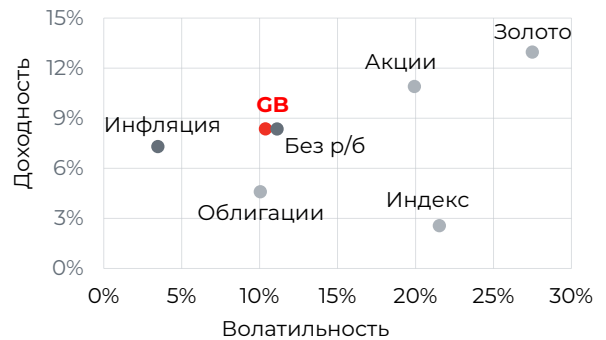
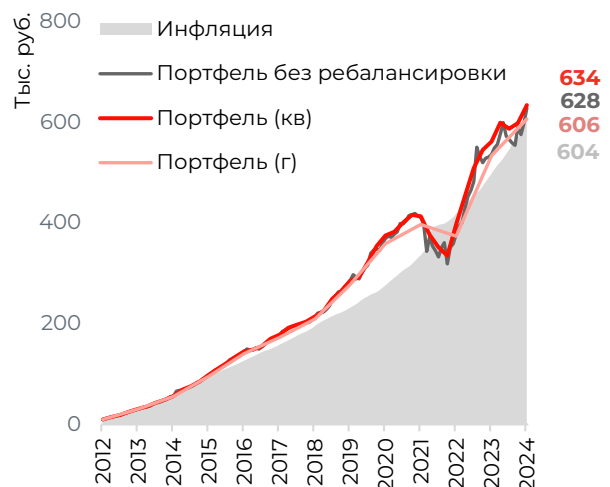


Рисунок 4.4. Риск и доходность портфеля, активов и бенчмарков (квартальная реб.)

Стратегия позволила снизить «порог входа», что делает инвестирование **более доступным**. Итоговая стоимость активов при таких стратегиях превышает инфляцию за аналогичный период, **достигая 606–634 тыс. руб.**

Здесь ребалансировка еще более значительно выигрывает у портфеля без ребалансировки — на 3,5%.

Тем не менее в некоторых случаях инвестор может регулярно инвестировать равномерными долями небольшую часть своей зарплаты и постепенно **приумножить свой капитал** даже без проведения ребалансировки.



кв — квартальная, г — годовая ребалансировка, инфляция рассчитана на основе ИПЦ

Рисунок 4.5. Динамика стоимости портфеля «Золотая бабочка» с пополнением средств и бенчмарков

Выводы и рекомендации

В исследовании мы протестировали и **показали жизнеспособность популярных стратегии управления портфелем**, адаптировав их к российскому рынку с помощью смоделированных индексных фондов.

Стратегии с диверсификацией, ребалансировкой и регулярными инвестициями показали устойчивость на длинном горизонте.

- **Диверсификация через смоделированные БПИФы успешно сочетала контроль рисков с ростом капитала.** Благодаря распределению между акциями, облигациями, денежным рынком, золотом и другими металлами все тестируемые стратегии — 60/40, «Постоянный», «Всепогодный», «Золотая бабочка» — с учетом ребалансировки за анализируемый период обогнали инфляцию, несмотря на ряд значительных кризисов в рассматриваемых периодах. Например, в Портфеле 60/40 при ежемесячном пополнении на сумму, равную 1/12 медианной зарплаты, капитал за 19 лет вырос с 1 до 17 медианных зарплат.
- **Частота ребалансировки влияла на соотношение доходности и риска.** С учетом комиссий оптимальными оказались квартальная ребалансировка с пополнениями и полугодовая без пополнений. Они позволили сгладить экстремальные колебания, снизить издержки по сравнению с ежемесячной ребалансировкой и повысить доходность за счет более частого возврата к целевому распределению (в сравнении с годовой ребалансировкой).
- **Регулярные взносы снизили как влияние точки входа, так и рыночные риски.** Даже портфели, созданные накануне кризиса 2008 года, в итоге не только сохранили, но и приумножили капитал.

- **Частая ребалансировка увеличивала издержки** (комиссии, налоги), поэтому, как правило, делать ее разумно раз в квартал или полгода.

Портфели из БПИФов — удобная альтернатива:

- Упрощенная диверсификация — в одном продукте уже собрано несколько инструментов.
- Легкость управления — ребалансировка затрагивает всего 2–4 актива, что проще, чем работа с десятками бумаг.
- Открытость информации — управляющая компания регулярно предоставляет отчеты о состоянии фондов.
- Меньше эмоциональных решений — не нужно беспокоиться о выборе момента для ребалансировки или входа в рынок.

Этот вариант может быть особенно актуален для инвесторов, которые ценят свое время и предпочитают более спокойный подход.

Собрать портфели также возможно с помощью **биржевых фондов**

Альфа-Капитал:

- БПИФ «Альфа-Капитал Управляемые акции» (АКМЕ)
- БПИФ «Альфа-Капитал Управляемые облигации» (АКМВ)
- БПИФ «Альфа-Капитал Денежный рынок» (АКММ)
- БПИФ «Альфа-Капитал Золото» (АКГД)
- БПИФ «Альфа-Капитал Платина — Палладий» (АКРР)

Результаты исследования не являются индивидуальной инвестиционной рекомендацией, но демонстрируют возможности формирования различных портфелей на базе инструментов российского рынка. Важно помнить, что **инвестиционный портфель формируется индивидуально** с учетом целей, сроков, риск-аппетита и прочих особенностей инвестора.

Команда исследования

Лаборатория исследований рынка инвестиций (ЛИРИ)



Владислав Кожевин

Руководитель ЛИРИ



Елизавета Киргизова

Аналитик по стратегическим
исследованиям



Сарюна Мыдыкова

Аналитик по стратегическим
исследованиям



Елизавета Подгорная

Аналитик по стратегическим
исследованиям

Приложение 1

	Волатильность	Доходность
Ежемесячная ребалансировка		
Базовый портфель*	16,74%	8,07%
Портфель 60/40	16,31%	8,60%
Акции	24,59%	9,11%
Облигации	8,26%	6,23%
Инфляция	2,45%	7,98%
Квартальная ребалансировка		
Базовый портфель	17,59%	8,07%
Портфель 60/40	17,19%	8,68%
Акции	25,88%	9,11%
Облигации	8,97%	6,23%
Инфляция	3,27%	7,98%
Полугодовая ребалансировка		
Базовый портфель	20,34%	8,07%
Портфель 60/40	19,60%	9,20%
Акции	30,01%	9,11%
Облигации	8,77%	6,23%
Инфляция	3,34%	7,98%
Ежегодная ребалансировка		
Базовый портфель	25,46%	8,07%
Портфель 60/40	25,67%	9,18%
Акции	38,54%	9,11%
Облигации	11,50%	6,23%
Инфляция	3,18%	7,98%

* Под базовым портфелем понимается портфель без ребалансировки.

Приложение 2

	Волатильность	Доходность
Ежемесячная ребалансировка		
Базовый портфель*	11,34%	10,16%
Постоянный портфель	9,23%	10,26%
Акции	24,48%	6,62%
Облигации	8,65%	6,26%
Ден. рынок	0,85%	8,34%
Золото	25,72%	14,86%
Инфляция	2,49%	7,83%
Квартальная ребалансировка		
Базовый портфель	10,61%	10,16%
Постоянный портфель	8,90%	10,31%
Акции	25,93%	6,62%
Облигации	9,40%	6,26%
Ден. рынок	1,44%	8,34%
Золото	24,90%	14,86%
Инфляция	3,32%	7,83%
Полугодовая ребалансировка		
Базовый портфель	10,94%	10,16%
Постоянный портфель	10,29%	10,42%
Акции	30,19%	6,62%
Облигации	9,14%	6,26%
Ден. рынок	2,08%	8,34%
Золото	22,20%	14,86%
Инфляция	3,36%	7,83%
Ежегодная ребалансировка		
Базовый портфель	11,81%	10,16%
Постоянный портфель	12,38%	10,39%
Акции	37,65%	6,62%
Облигации	11,87%	6,26%
Ден. рынок	3,07%	8,34%
Золото	22,41%	14,86%
Инфляция	3,23%	7,83%

* Под базовым портфелем понимается портфель без ребалансировки.

Приложение 3

	Волатильность	Доходность
Ежемесячная ребалансировка		
Базовый портфель*	9,06%	7,54%
Всепогодный портфель	10,24%	8,41%
Акции	24,48%	6,62%
Облигации	8,65%	6,26%
Биржевые товары	30,20%	7,74%
Золото	25,72%	14,86%
Инфляция	2,49%	7,83%
Квартальная ребалансировка		
Базовый портфель	9,86%	7,54%
Всепогодный портфель	10,95%	8,38%
Акции	25,93%	6,62%
Облигации	9,40%	6,26%
Биржевые товары	29,17%	7,74%
Золото	24,90%	14,86%
Инфляция	3,32%	7,83%
Полугодовая ребалансировка		
Базовый портфель	11,88%	7,54%
Всепогодный портфель	13,15%	8,44%
Акции	30,19%	6,62%
Облигации	9,14%	6,26%
Биржевые товары	27,64%	7,74%
Золото	22,20%	14,86%
Инфляция	3,36%	7,83%
Ежегодная ребалансировка		
Базовый портфель	14,36%	7,54%
Всепогодный портфель	16,78%	8,33%
Акции	37,65%	6,62%
Облигации	11,87%	6,26%
Биржевые товары	28,02%	7,74%
Золото	22,41%	14,86%
Инфляция	3,23%	7,83%

* Под базовым портфелем понимается портфель без ребалансировки.

Приложение 4

	Волатильность	Доходность
Ежемесячная ребалансировка		
Базовый портфель*	12,09%	7,95%
Золотая бабочка	11,63%	8,30%
Акции	20,39%	10,89%
Облигации	9,59%	4,58%
Акции ср. и мал. кап.	22,05%	2,55%
Золото	27,30%	12,95%
Инфляция	2,69%	7,29%
Квартальная ребалансировка		
Базовый портфель	11,13%	7,95%
Золотая бабочка	10,38%	8,35%
Акции	19,94%	10,89%
Облигации	10,05%	4,58%
Акции ср. и мал. кап.	21,54%	2,55%
Золото	27,50%	12,95%
Инфляция	3,48%	7,29%
Полугодовая ребалансировка		
Базовый портфель	12,29%	7,95%
Золотая бабочка	11,70%	7,98%
Акции	21,73%	10,89%
Облигации	8,85%	4,58%
Акции ср. и мал. кап.	23,88%	2,55%
Золото	25,84%	12,95%
Инфляция	3,45%	7,29%
Ежегодная ребалансировка		
Базовый портфель	13,42%	7,95%
Золотая бабочка	13,00%	8,03%
Акции	22,45%	10,89%
Облигации	11,19%	4,58%
Акции ср. и мал. кап.	28,35%	2,55%
Золото	26,36%	12,95%
Инфляция	3,36%	7,29%

* Под базовым портфелем понимается портфель без ребалансировки.

Обязательная информация

Стоимость инвестиционных паев может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходов в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в инвестиционные фонды. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

БПИФ рыночных финансовых инструментов «Альфа-Капитал Управляемые акции». Правила доверительного управления №4213 зарегистрированы Банком России 23.11.2020.

БПИФ рыночных финансовых инструментов «Альфа-Капитал Управляемые облигации». Правила доверительного управления № 4039 зарегистрированы Банком России 19.05.2020.

БПИФ рыночных финансовых инструментов «Альфа-Капитал Денежный рынок». Правила доверительного управления № 5012 зарегистрированы Банком России 27.06.2022.

БПИФ рыночных финансовых инструментов «Альфа-Капитал Золото». Правила доверительного управления № 4713 зарегистрированы Банком России 25.11.2021.

БПИФ рыночных финансовых инструментов «Альфа-Капитал Платина - Палладий». Правила доверительного управления № 6838 зарегистрированы Банком России 03.02.2025.

Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Альфа-Капитал». Лицензия ФСФР № 21-000-1-00028 от 22.09.1998. Лицензия ФСФР № 077-08158-001000 от 30.11.2004. Информация, содержащаяся в данном информационно-аналитическом материале (далее Материал), не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение любых ценных бумаг, продуктов или услуг. Представленные в Материале мнения учитывают ситуацию на дату предоставления информации. УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная в Материале информация или мнения верны или приведены полностью. Указанная информация не является исчерпывающей и подготовлена только в информационных целях, носит исключительно ознакомительный характер и может быть изменена УК «Альфа-Капитал» в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» не рекомендует использовать Материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения и не дает гарантий или заверений в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования указанной информации. Материал не является призывом к отказу от приобретения услуг/продуктов иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений и не преследует цели формирования негативной деловой репутации иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений и их продуктов. Любые оценки и/или сведения, касающиеся деятельности иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений, выражают субъективную оценку ситуации в соответствии с информацией, легально полученной и доступной на дату подготовки настоящего сообщения. Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1, телефоны 783 4 783, 8 (800) 200 28 28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» www.alfacapital.ru. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией и побуждением к приобретению определенных ценных бумаг и заключению определенных договоров, в том числе являющихся производными финансовыми инструментами.

Инвестирование в иностранные ценные бумаги и производные финансовые инструменты, базовые активы которых имеют иностранное происхождение, связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий, как по возврату основной инвестированной суммы, так и по получению каких-либо доходов. Возможности судебной защиты прав на иностранные активы могут быть существенно ограничены, существуют риски изменения регуляторных подходов к владению и операциям, а также к учету прав на иностранные финансовые инструменты, в том числе иностранными финансовыми институтами, в результате чего может возникнуть необходимость по их отчуждению вопреки планам или ограничение возможности распоряжения ими.