Митигация рыночной неопределенности через соотношение риска и доходности

Игорь КОЗАК,
управляющий директор
по инвестициям АО «ТКБ
Инвестмент Партнерс»

COVID-19 и постковидный продолжающийся рост инфляции, объявленная в 2022-м СВО, рост денежной массы, сложности бюджета и девальвация рубля, дополнительные налоговые изъятия — можно долго перечислять риски для инвестиций, формируемые как внешними, так и внутренними факторами. Периоды неопределенности привносят большую волатильность на рынок, однако открывают и новые возможности для увеличения доходности инвестиций.

Многие инвесторы, видя возможность, пытаются по максимуму «хайпануть» и оказываются подвержены влиянию популярных, раскрученных тенденций, совершенно забывая о рисках

Многие инвесторы, видя возможность, пытаются по максимуму «хайпануть» и оказываются подвержены влиянию популярных, раскрученных тенденций, совершенно забывая о рисках. Да, это может сработать один или даже несколько раз, но, во-первых, как говорит пословица, «не все то золото, что блестит», а во-вторых, если складывать все яйца в одну корзину, в разы повышается риск потерь по такой однобокой стратегии. Кардинально иной портфельный подход активного управления позволяет сглаживать волатильность результатов и контролировать риск, достигая основной цели профессионального портфельного менеджера — показывать клиенту положительную реальную доходность по портфелю.

Сегодняшний рынок, в том числе благодаря инициативам монетарных и финансовых властей, несмотря на высокую степень изолированности активно развивается. Появляются новые инструменты, позволяющие использовать портфельный подход при инвестировании, что подразумевает широкую степень диверсификации как по классам активов, так и по инструментам внутри каждого класса, а также возможность активного управления портфелем и постоянной регулировки соотношения риска и доходности с целью оптимизации данного соотношения в зависимости от рыночной конъюнктуры.

Такой подход позволяет соблюсти баланс по риску и всегда находиться в состоянии готовности, если в вашем базовом сценарии что-то пошло не так.

Условно на сегодняшний день инструментарий, представленный на рынке, можно поделить на несколько групп с точки зрения оценки риска.

ПОВЫШЕННЫЙ РИСК

- **Акции.**
- **Облигации с фиксированной процентной ставкой** с большой дюрацией.

УМЕРЕННЫЙ РИСК

- **Золото.** В качестве наиболее ликвидных инструментов, предлагающих

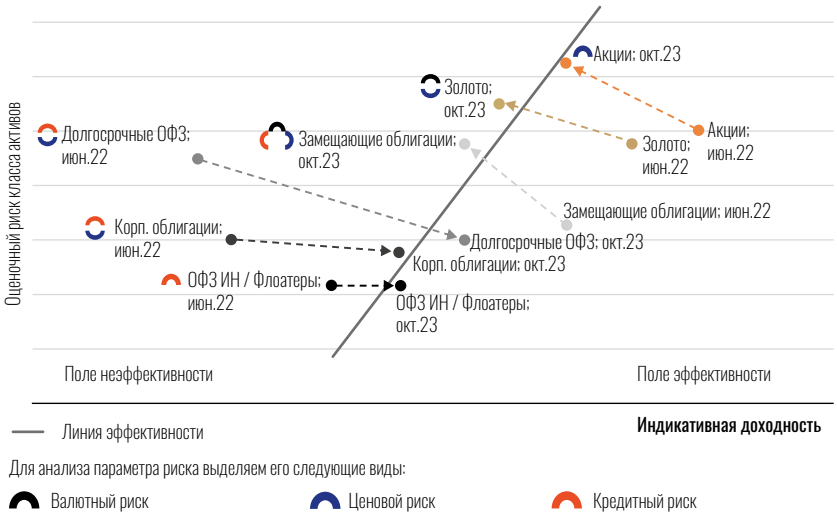

Рисунок 1
Пример работы стратегии активного управления

Источник: ТКБ Инвестмент Партнерс (АО)

экспозицию на золото, можно рассматривать:

— обращающиеся БПИФ или фьючерс на золото;

— золотые облигации, номинал которых привязан к цене на золото;

— акции золотодобывающих компаний.

- **Замещающие облигации** и облигации, номинированные в юанях.
- **Корпоративные облигации с фиксированной процентной ставкой.**

НИЗКИЙ РИСК

- **Облигационные займы с плавающей процентной ставкой** (флоатеры) и облигации с индексацией тела на инфляцию (линкеры).
- **Инструменты денежного рынка** — РЕПО, фонды денежного рынка, краткосрочные высоколиквидные ОФЗ.
- **Депозиты.**

Естественно, оценку риска по инструментам нельзя рассматривать отдельно от набора составляющих, непосредственно определяющих риск. На ближайшие 12 месяцев можно выделить две большие группы, подробнее о которых ниже.

Внешние политические и геополитические риски. Новая реальность такова, что эта группа рисков несет в себе наибольшую степень неопределенности и не поддается оцифровке. Среди таковых основными на данный момент являются конфликты в Украине и на Ближнем Востоке, перераспределение торговых потоков на фоне вводимых санкционных ограничений, всё большая степень дезинтеграции стран, активный выборный год и т. п.

Внутренние экономические риски. В условиях проводимой СВО в Украине прежде всего стоит выделить риск роста расходов и дефицита бюджета. Вкупе с исторически низкой безработицей, ростом денежной массы в экономике, продолжающимся ростом потребления создаются в первую очередь существенные риски для инфляции и сохранения жесткой денежно-кредитной политики регулятором в течение длительного времени. Кроме того, бюджет РФ постоянно нуждается в дополнительных источниках финансирования, бремя которых перекладывается как на население через девальвацию и инфляцию, так и на бизнес путем введения дополнительных налоговых и не только инициатив.

Активно оперируя набором указанных инструментов, в зависимости от цикла рынка и будущих ожиданий, можно применять взвешенный портфельный подход к инвестированию, преследуя цель максимизации доходности при контролируемом риске. В качестве наглядного примера активного распределения активов портфеля для позиционирования по риску можно рассмотреть насыщенные на волатильность 2022–2023 годы (Рисунок 1).

По состоянию на конец III квартала 2022 года позиционирование отличалось повышенной долей активов, позволяющих защитить портфель от ослабления курса рубля с уровня 55–60 за доллар до ожидаемых расчетных 80–90 к концу 2023 года.

Рисунок 2
Поквартальная аллокация активов

Источник: ТКБ Инвестмент Партнерс (АО)

	4 кв. 22	1 кв. 23	2 кв. 23	3 кв. 23	4 кв. 23 1 кв. 24
Акции	∨	∧	⌃	⌄	•
ОФЗ дюрацией > 1 года	⌄⌄	⌄	⌄	∨	⌃
Корпоративные облигации 1–2-й эшелон	•	•	•	⌄	∧
Корпоративные облигации 3-й эшелон	⌄	⌄	⌄	•	•
ОФЗ флоатеры / ликвидность	∧	∨	⌃	⌃⌃	•
ОФЗ-ИН	•	•	•	•	•
Золото	⌃	∧	•	∨	⌄
Еврооблигации	⌃	⌃	•	•	•
Замещающие облигации	⌃	∧	•	•	∨
Облигации в юанях	∧	•	•	∨	•
ДЮРАЦИЯ	⌄⌄	⌄	⌄	∨	⌃
КРЕДИТНЫЙ РИСК	∨	∨	∨	⌄	∧

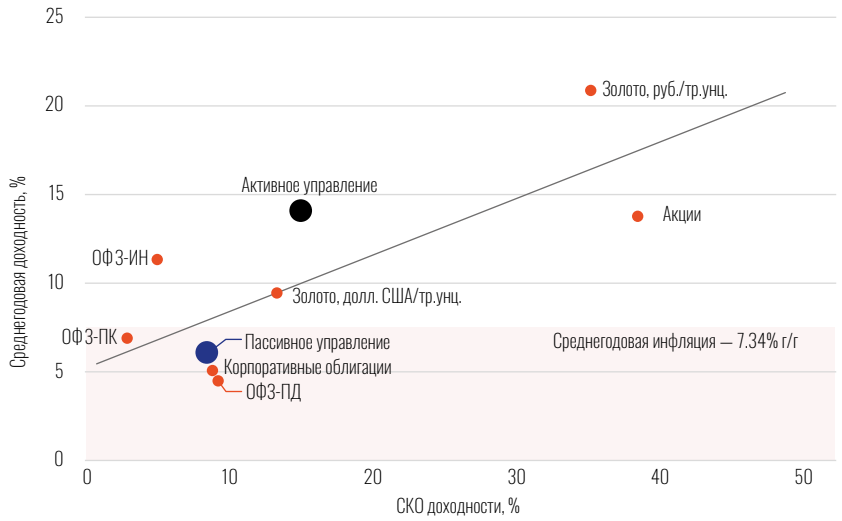

Рисунок 3
Сравнение пассивной и активной стратегии за период 2018–2023 годов

Источник: ТКБ Инвестмент Партнерс (АО)

Кроме того, к концу 2022 года, на фоне ожидаемой девальвации и роста дефицита бюджета, рыночный риск по портфелю в части облигационной составляющей находился на низком уровне и характеризовался повышенной долей ликвидной составляющей портфеля и облигаций — флоатеров.

На конец III квартала 2023 года наш прогноз на девальвацию рубля реализовался, соответственно, валютный риск от имеющихся уровней заметно повысился. В связи с этим в IV квартале 2023 года доля замещающих облигаций в валюте и доля золота в портфеле была существенно сокращена. При этом в III квартале 2023 года произошел существенный рост ключевой ставки: с 7.5% до 16% на конец года. Ценовой (процентный) риск, заложенный в котировки длинных ОФЗ и корпоративных облигаций, существенно снизился за счет падения рынка облигаций в 2023 году: произошло смещение соотношения риск-доходность в пользу доходности.

Во II квартале 2023 года, учитывая экспортоориентированность российского рынка акций и случившуюся девальвацию рубля, доля акций в портфеле существенно выросла. В то же время, по итогам мониторинга состояния бюджета РФ и проектных цифр бюджета на 2024 год, в ожидании новых налоговых инициатив доля акций на стыке III и IV кварталов была существенно сокращена, что было оправданным, учитывая динамику рынка акций в конце 2023 года.

На Рисунке 2 схематично проиллюстрирован поквартальный трек аллокации активов.

Динамическая адаптация структуры портфеля под постоянно меняющуюся конъюнктуру рынка позволяет показывать «альфу» к доходности пассивных стратегий управления активами и положительную реальную доходность от инвестирования. На Рисунке 3 представлены результаты за пятилетний период 2018–2023 годов в сравнении с пассивной стратегией управления.

На уровне структурирования и позиционирования портфеля по классу активов и распределения весов всегда стоит рассматривать финальную картину с разных точек зрения с предположением опциональных сценариев развития событий. Например, для горизонта ближайших 12 месяцев сценарии указаны в Таблице 1.

Ожидаемая динамика активов в зависимости от реализации сценария представлена в Таблице 2.

В зависимости от склонности к риску инвестора можно расставлять веса активов так, чтобы соблюдать заданное соотношение риск-доходность по портфелю в целом.

Таблица 1. Прогнозы по макропоказателям на 12 месяцев

Источник: ТКБ Инвестмент Партнерс (АО)

Показатель	Базовый	Негативный	Позитивный
Инфляция, % г/г	5.5	6.5	4.1
Ср. ключевая ставка, % годовых	14.5	15.5	12.0
Ср. цена нефти Brent, $/bbl.	85.0	60.0	100.0
Среднегодовой курс рубля	93.5	108.0	89.2
Рост ВВП, % г/г	1.5–2	0.5	3.0
Уровень безработицы, %	2.8	3.3	2.7

Таблица 2. Динамика активов на горизонте 12 месяцев

Источник: ТКБ Инвестмент Партнерс (АО)

Инструмент	Дюрация, лет	Доходность, % годовых	Базовый, %	Негативный, %	Позитивный, %
Активы в рублях					
Акции			25.0	-15.0	35.0
Корпоративные облигации	1.5	15.1	18.9	11.9	20.2
ОФЗ-ПД 1-3 года	1.9	13.6	11.8	11.2	11.0
ОФЗ-ПД 3-5 лет	3.9	13.1	16.8	6.8	27.3
ОФЗ-ПД 5-10 лет	6.3	13.3	18.6	5.7	32.6
ОФЗ-ПК	3.1	16.0	14.1	15.7	13.4
ОФЗ-ИН	5.9	5.2	13.0	15.5	10.8
Валютные и квазивалютные ценные бумаги					
Облигации в юанях	2.5	5.6	5.2	7.9	7.1
Замещенные облигации	3.0	6.8	12.1	22.6	5.3
Золото			1.3	26.6	-13.5