

## **ИЗБОР НА ОПТИМАЛНИ КЛАСОВЕ АКТИВИ – РЕШЕНИЕТО ЗА РАЗПРЕДЕЛЯНЕ НА КЛАСОВЕТЕ АКТИВИ**

### **(Selecting Optimal Asset Classes – the Asset Allocation Decision)**

Моделът на Марковиц обикновено се разглежда като такъв за *избор на портфолия от индивидуални активи*, така наистина и Марковиц е очакван да бъде използван моделът му. Както обаче знаем, моделът на Марковиц е неудобен за приложение поради големия брой прогнозни стойности на ковариациите, които следва да се генерират когато се работи с голям брой индивидуални ценни книжа.

Алтернативен начин за използване на модела на Марковиц като техника за избор, е той да бъде приложен при *избора на класове активи* като местни акции, чуждестранни акции, облигации, ДЦК, недвижими имоти и т.н. С използване на модела по този начин, инвеститорите стигат до *решения какви класове активи да притежават и в каква пропорция да бъдат държани тези класове активи*.

**Решението за пропорцията на активите (the Asset Allocation Decision)** касае целия кръг от пазари на активи и представлява *избор какви активи (класове активи) и в каква пропорция да бъдат включени в портфолиото на инвеститора*. С други думи – каква част от портфолио средствата да бъдат инвестирани в акции, каква в облигации, каква в инструменти на паричния пазар и т.н. Теглото на всеки от класовете активи може да варира от 0 до 100 %.

*Изборът на класове активи е едно от най-често използваните приложения на теорията на модерното портфолио.*

Вземането на *решение за разпределение на класовете активи на глобална скала* води до задаването на следните въпроси:

1. *Какъв процент от средствата на портфолиото да бъдат инвестирани във всяка от държавите, които имат развити капиталови пазари?*

2. *Във всяка отделна държава, какъв процент от средствата на портфолиото да бъдат инвестирани в акции, облигации, инструменти на паричния пазар и други активи?*

3. *Във всеки един от основните класове активи, какъв процент от средствата на портфолиото да бъдат инвестирани в различните индивидуални активи?*

Много от анализаторите на пазара са единодушни, че **решението за избор на класове активи е най-важното решение, което инвеститорът следва да направи**. Според някои проучвания *решението за класовете активи оказва влияние върху повече от 90 % от дисперсията във тримесечната възвръщаемост за един стандартен голям пенсионен фонд*. Не е пресилено да се каже, че **решението за избор на класове активи**

**(стратегията за класовете активи) до голяма степен определя съдбата на инвеститора.**

Различните класове активи носят различна възвръщаемост и различен риск и *коефициентите на корелация между някои от тези класове активи могат да бъдат доста ниски, което води до благоприятни диверсификационни ефекти.* Както и при анализа на Марковиц, приложен за отделните акции, *определянето на входящите величини остава проблематично и при класовете активи, тъй като за тях трябва да се правят предположения.* Така или иначе това винаги ще остане проблематично тъй като инвестиционните решения касаят бъдещето и ние избираме класове активи, за да бъдат държани занапред.

### **Някои основни класове активи (Some Major Asset Classes)**

Нека да разгледаме някои от основните класове активи в допълнение към акциите на местния капиталов пазар, които инвеститорите могат да използват при изграждането на инвестиционното си портфолио. Списъкът не е изчерпателен, но обхваща някои от *основните класове активи, които инвеститорите анализират и използват.*

1. **Международно инвестиране** – инвестиционните консултанти *препоръчват на инвеститорите да диверсифицират в глобален мащаб* като инвестират и в акции на чуждестранни компании. Смисълът в това е да се намали риска на инвестиционното портфолио, тъй като *корелациите между акциите на пазарите на различните държави са по-ниски* и потенциалните възможности за по-висока възвръщаемост може да са по-добри на международния пазар, отколкото на местния.

Исторически, международната диверсификация е осигурявала някакво намаляне в риска на портфолиото поради *ниските нива на позитивна корелация между възвръщаемостта на акциите в различните страни.* Многобройни проучвания са потвърдили тези *ниски нива на положителна корелация* и много от заетите в инвестиционния бизнес препоръчват да се държат акции и в чужбина. *Напоследък обаче международното инвестиране е обект на все по-засилена критика.* Много от световните икономики станаха по-свързани една с друга в резултат на извършените глобални сливания, бързото движение на парите в световен мащаб, разширяващата се Европейска общност и т.н. Така че *можем с основание да очакваме, че корелацията между местните и чуждестранните активи ще се засилва с времето.* Следва ли тогава инвеститорите да се откажат от международното инвестиране? Разбира се, че не, но *следва да се отчита намаляващият ефект върху редуцирането на портфолио риска вследствие на повишаващата се корелация.*

Колко лесно е обаче да се избират чуждестранни пазари, които да бъдат включени в едно местно инвестиционно портфолио? Историята ни учи, че *най-добре*

*представящите се пазари са различни в различните години. Развиващите се пазари може да носят и много добра доходност през някои периоди, но през други се представят много зле. Същото важи и за развитите страни. Япония например (японският пазар) имаше отлична възвръщаемост на инвестициите в акции през 80-те год. на XX в., но катастрофални през 90-те и в началото на XXI век. Историята също ни учи, че миналите резултати не са точен предвестник на бъдещите. Ето защо при инвестирането освен отчитане на историческата възвръщаемост следва да се отчитат и всички тенденции за промяна.*

**2. Облигации** – облигациите са очевиден избор като един от класовете активи, които да бъдат държани в едно диверсифицирано инвестиционно портфолио. Традиционно, на решението за разпределяне на класовете активи се гледа като на такова за разпределяне на средствата на портфолиото между акции, облигации и ДЦК. Ако вземем щатския пазар за пример, средната корелация на доходността на S&P 500 и 15 год. ДЦК (Treasury Bond) през сравнително дълъг период е около 0,2 %. В някои периоди, 1951 – 1965 г. напр., корелацията между тези 2 класа активи беше негативна.

**3. ДЦК индексирани с инфлацията (Treasury Inflation-Indexed Securities-TIPS).** Ценните книжа индексирани с инфлацията са сравнително *нов клас активи с нарастващо значение*, тъй като те са *единствения клас активи предлагащ систематична защита срещу инфлационния риск*. Към настоящето те се считат за основен клас активи, тъй като тези ценни книжа често не следват движението на останалите видове ценни книжа включително класическите (обикновените) облигации. ДЦК индексирани с инфлацията *носят фиксирана доходност, определена към момента на емитирането им, но главницата им се индексира с размера на инфлацията*. По този начин фиксирания процент на доходността се начислява на всеки 6 месеца, но върху главница, която е коригирана с размера на инфлацията, а не върху оригиналната главница.

Резултатите показват, че през периода 1999 – 2004 г. *на щатския пазар TIPS са имали отрицателна корелация с акциите (S&P 500) и облигациите (U.S. Aggregate Bond Index)*. А както знаем, *отрицателната корелация дава възможност за значително намаление на портфолио риска*. Допълнително, тъй като цената на TIPS ще се променя успоредно с очакванията за размера на инфлацията, *те са около 1/3 по-малко волатилни в сравнение с обикновените ДЦК имащи подобен матуритет*.

**4. Недвижими имоти** – недвижимите имоти са друг очевиден избор за портфолио диверсификацията. Недвижимите имоти обикновено се цитират като *инвестиционен клас активи, който има малка или почти никаква корелация с акциите*. Инвеститорите могат безпрепятствено да диверсифицират с недвижими имоти като купуват и държат дялове в АДСИЦ (*Real Estate Investment Trusts - REITS*).

## Комбиниране на класове активи (Combining Asset Classes)

Като индикация какво може да бъде постигнато чрез комбинирането на различни класове активи в инвестиционната програма, нека да вземем за пример анализ, в който *инвеститорите диверсифицират купувайки взаимни фондове инвестирани в различни класове активи*, например: *сини чипове, акции с малка капитализация, чуждестранни акции, местни облигации, злато и инструменти на паричния пазар*. Тестове на подобни портфолия показват, че те се представят по-добре от S&P 500 за дълги периоди от време и при по-нисък риск. И този анализ дори *не използва техниките на ефикасната граница на Марковиц*, тъй като използва равни тегла на всички активи в портфолиото. Можем да предположим, че *анализът на Марковиц би подобрил резултатите постигнати чрез тази стратегия*.

Съществуват програми за изчисляване на ефикасната граница с използването на класове активи. Тези програми позволяват въвеждането на определени предпочитания (ограничения), като например минимална доходност и без къси продажби.

Нека разгледаме един *пример за изчисление на ефикасните портфолия с използването на анализа на Марковиц*. Анализът съдържа данни за възвръщаемостта и риска на портфолия с „традиционно” *разпределени класове активи, състоящи се от акции (S&P 500 Index), ДЦК (Treasury bonds и Treasury bills)*, както и портфолия с „нетрадиционно” *разпределение на активите, които могат също да включват недвижими имоти и ДЦК индексирани с инфлацията*. Създават се три различни портфолия: *ниско-рисково портфолио със стандартно отклонение от 5 %, умерено-рисково портфолио със стандартно отклонение от 10 % и високо-рисково портфолио със стандартно отклонение от 15 %*. Нетрадиционните портфолия могат да включват всичките 5 горепосочени актива, докато традиционните – само 3-те. И докато стандартните отклонения при различните нива на риска са идентични и за двата вида портфолия (традиционни и нетрадиционни), то очакваната възвръщаемост на нетрадиционните портфолия е по-висока от тази на традиционните

За традиционните портфолия *инвеститорът желаещ нисък риск (5 % стандартно отклонение)* би разпределил средствата на портфолиото във всеки от 3-те основни класове активи, вариращи от 22,8 % в акции, до 40,92 % в ДЦК (Treasury bills). При нетрадиционното портфолио 4 от 5-те класа активи ще бъдат държани на нискорискова позиция, без средства инвестирани в ДЦК (Treasury bills). За сравнение, *при високорисковото портфолио средствата са разпределени само в акции и облигации при традиционното портфолио и само в акции и недвижими имоти за нетрадиционното*.

Ефикасните граници на традиционните и нетрадиционните портфолия могат да се представят графично, като естествено нетрадиционната ефикасна граница се разполага над традиционната. По този начин, *с използването на анализа на Марковиц, инвеститорите могат да определят ефикасните портфолия, като калкулират оптималното разпределение на всеки от класовете активи, който се разглежда*.

Независимо дали използваме анализа на Марковиц за класове активи или за индивидуални активи, *крайният резултат е ефикасна граница от рискови портфолия и избор на едно оптимално рисково портфолио, базирано на предпочитанията на инвеститора.*

### **Разпределение на класовете активи при индивидуалния инвеститор (Asset Allocation and the Individual Investor)**

*Индивидуалните инвеститори трябва да атакуват решаването на въпроса с разпределението на активите, ако желаят да бъдат успешни в дългосрочен план. Да имаш диверсифицирано портфолио от акции често не е достатъчно. Разбира се, да притежаваш портфолио от акции и да не диверсифицираш правилно е рецепта за лошо, ако не и дори за катастрофално инвестиционно представяне. **Всички инвеститори следва да диверсифицират**, просто защото живеем в несигурен свят и правилната диверсификация елиминира част от риска да притежаваш акции. Диверсификацията по модела на Марковиц се отплаща, тъй-като портфолио риска може да бъде намален в зависимост от връзките на ковариацията между отделните активи. Примерът по-горе е показателен за разпределението на класовете активи, като показва, че традиционната ефикасна граница при използването на акции, облигации и безрискови активи може да бъде подобрена с добавянето на други класове активи, които имат ниска позитивна или негативна корелация с традиционните класове активи.*

### **Диверсифицирането може да помогне за намаляване на риска на Вашето портфолио**

Новото хилядолетие със сигурност представи на инвеститорите *драматичен урок за волатилността на пазарите*. Например S&P 500 завърши 2002 г. с негативна доходност от – 23,37 %, но 2003 г. с позитивна доходност от 26,38 %, по този начин демонстрирайки каква *флуктуация могат да покажат финансовите пазари*. Така че, *възходите и сривовете в представянето на пазарите са даденост в света на инвестирането*. При силен срив на пазара обаче, това може да свие значително стойността на портфолиото на инвеститора. Ако този урок за волатилността е привлякъл вниманието Ви, може би размисляте какво можете да направите, за да съобразите Вашата инвестиционна програма с този факт. Когато преразглеждате Вашето портфолио, първо **разберете, че не можете да предвидите как ще се представи пазара**. Следователно, *да се опитвате да „нацелите” пазара, т.е. да отгатнете в каква посока ще се променя пазара и да базирате инвестиционните си решения на тези прогнози е стратегия обречена на провал*, поне през по-голямата част от времето.

Тъй като *предвиждането на пазара не Ви води никъде*, явно имате нужда от по-добър подход за изграждане на Вашето портфолио. *Изпитан и верен метод, базиран на широки изследвания, е да диверсифицирате Вашите средства сред различните типове инвестиции*. Поради несигурността на пазарите разпределението на класовете активи, т.е. *разделянето на портфолио средствата към различните класове активи като акции, облигации и недвижими имоти, представлява добър начин да се управлява риска и да се изгради портфолиото в дългосрочен план*. Но така или иначе, **диверсификацията не може да гарантира предпазване от загуби**.

### **Раждането на една теория**

Концепцията за избор на класове активи е основана на **Теорията на Модерното Портфолио (Modern Portfolio Theory)**, разработена през 50-те год. на XX век от икономиста *Хари Марковиц*, който по-късно получава Нобелова награда за своята работа. Това, което Марковиц е направил, е да *измери риска, който съпътства различните видове ценни книжа и да разработи методи за комбиниране на инвестициите с цел максимизиране на съотношението риск/възвръщаемост*.

Принципно, това, което Теорията на Модерното Портфолио (ТМП) заявява е, че **инвеститорът не трябва да разглежда всяка една инвестиция в изолация, а да гледа на отделната инвестиция като как тя се вписва в цялостното му портфолио**. С комбинирането на ценни книжа, които имат ниска (или още по-добре отрицателна) корелация едни с други, т.е. ценни книжа, които реагират по различен начин на едни и същи пазарни условия – инвеститорите могат да изградят по-нискорисково портфолио, отколкото ако те биха инвестирали само в ценни книжа, които имат сходно поведение (т.е. имат висока корелация).

Предимството на диверсифицирането е, че *всеки различен вид инвестиция би реагирал по различен начин на промените в пазара нагоре или надолу*. Т.е. чрез диверсификацията *риска се разпръсква и се получава едно по-балансирано портфолио*, което може да устои на промените в пазара.

Представително 10 год. проучване на резултатите на големи пенсионни фондове в САЩ например показва, че *във времето, повече от 90 % от волатилността на резултатите (възвръщаемостта) на портфолиото се дължи на решението за избор на класове активи, а само 5 % от волатилността - на решенията за избор на отделни инвестиции*.

### **Създайте подходящото за Вас портфолио**

Щом е ясно, че диверсифицирането работи, следващата стъпка е да се запитаме: *„Как да създам портфолио, което пасва на нуждите ми?“*. Много инвестиционни



дружества представят прост начин за развитие на инвестиционна стратегия: *изграждайте портфолия, диверсифицирани между класове активи като акции, облигации, инструменти на паричния пазар и недвижими имоти, които са базирани на различна степен на толерантност към риска, инвестиционни предпочитания и времеви хоризонт* (т.е. времето, което е нужно да се инвестира преди да се осребри портфолиото).

### **Държане на акции и облигации (Owning Stock and Bonds)**

Повечето инвеститори са запознати с *акциите* и *облигациите* и ги държат в някаква пропорция в портфолиото си, в допълнение на *парите* или *паричните еквиваленти*. Следва да се отбележи, че *облигациите са по-безопасни в сравнение с акциите* и това е причината повечето инвеститори да държат поне част от портфолиото си в облигации. Исторически, *облигациите са носили по-ниска възвръщаемост от акциите*, но за сметка и на *значително по-нисък риск*. За периода 1963 – 2002 г. стандартното отклонение на облигациите е в размер на 40 % от това на акциите. Силните пазарни спадове като например тези през 2000-2002 г. или 2008-2009 г. убедиха много инвеститори, че те би трябвало да включат и облигации в тяхното портфолио, за да намалят и дори да избегнат риска от такива остри загуби дължащи се на сривове в капиталовия пазар. Все пак остава важния въпрос: „*Кой е най-добрият подход за инвеститора, при положение, че той може да се учи от стратегиите си за разпределение на класовете активи в миналото и от историческата възвръщаемост на различните класове?*”

### **Комбинации на риска и възвръщаемостта (Return and Risk Combinations)**

Проучване направено по отношение на възвръщаемостта и стандартното отклонение на портфолио съставено от акции и облигации в различни пропорции за периодите 1963-1982 и 1983-2002 г., направено от Чарлз П. Джоунс и Джак У. Уилсън ни представя следната картина:

*Портфолиото съставено само от акции* има по-висока възвръщаемост от това съставено само от облигации или от такова с 50 % акции и 50 % облигации. Рискът на това портфолио обаче също е по-висок в сравнение с другите 2 алтернативи.

При инвеститора, който поради неговото ниво на толерантност към риска желае да *държи само облигации в портфолиото си*, възвръщаемостта на портфолиото е по-ниска, но и риска също е по-нисък. Така или иначе това, което тук движи решението на инвеститора е неговата толерантност към риска, но възвръщаемостта на портфолиото е 11,05 % усреднено за периода 1983-2002 г. при стандартно отклонение от 11,15 %. Но портфолио от 50 % акции и 50 % облигации за същия период има по-ниско стандартно отклонение от 10,85 % и по-висока възвръщаемост от 11,90 %. Подобно, портфолио от

65 % облигации и 35 % акции има малко по-нисък риск в сравнение с портфолио от 100 % облигации, но възвръщаемост с 1,2 % по-висока.

От информацията става ясно, че за 40 год. период от 1963-2002 г., комбинирането на акции и облигации е било от полза за инвеститорите. Освен ако някой очаква бъдещето да бъде значително по-различно от миналото, е трудно да оправдаем държането само на облигации в портфолиото ни.

### **Анализ на жизнения цикъл (Life-Cycle Analysis)**

Анализът се обвързва с избора на инвестиционно портфолио при съобразяване на етапа от живота, в който се намира инвеститора и на неговите потребности. Традиционният възглед е, че младите инвеститори с поне 30 год. работен хоризонт пред тях могат да си позволят да инвестират в по-рискови активи като акции например, докато инвеститори в близка до пенсионната възраст следва да избират безопасни инвестиции носещи фиксирана доходност (напр. облигации).

### **Влияние на диверсификацията върху риска (the Impact of Diversification on Risk)**

Анализът на Марковиц показва, че *стандартното отклонение на портфолио обикновено е по-ниско от средната претеглена стойност на стандартните отклонения на активите в портфолиото*. По този начин **диверсификацията обикновено намалява риска на портфолиото** – с увеличаване броя на активите в портфолиото, *портфолио риска намалява*. На практика, *повече от половината риск на една типична акция може да бъде елиминиран, ако акцията се държи в добре диверсифицирано портфолио*.

### **Систематичен и несистематичен риск (Systematic and Nonsystematic Risk)**

**Подлежащ на диверсификация (несистематичен) риск:** *риска на портфолиото по принцип намалява с добавянето на повече активи в него, тъй като по този начин елиминираме несистематичния или свързания с отделната компания риск*. Този риск е уникален и е свързан с отделната компания. Но размера, с който риска намалява, *зависи от степента на корелация между активите в портфолиото*. По принцип корелацията между акции, най-малкото поне между местни акции и особено акциите на големи компании, е положителна, въпреки, че е по-малка от 1.0. *Добавянето на нови акции намалява риска в началото, но без значение колко частично корелативни акции ще прибавим в портфолиото, няма да можем да елиминираме целия риск*.



**Неподлежащ на диверсификация (систематичен) риск:** променливостта в общата възвръщаемост на активите, която се дължи на общите промени в пазара или икономиката се нарича *систематичен (пазарен) риск* или *неподлежащ на диверсификация риск*. На практика всички ценни книжа имат някакъв систематичен риск, били те акции или облигации, тъй като систематичния риск директно включва и лихвения риск, рецесията, инфлацията и т.н. Повечето акции се влияят негативно от подобни фактори и поради това **диверсификацията не може да елиминира пазарния риск.**

След премахването на несистематичния риск това, което остава, е частта от риска, която не подлежи на диверсификация, а именно пазарния риск (риска на системата). Тази част от риска не може да бъде избегната, тъй като *независимо колко добре инвеститорът диверсифицира, риска свързан с пазара не може да бъде избегнат*. Ако капиталовият пазар се повиши рязко, то повечето акции ще повишат своята стойност, ако се свие рязко, то повечето акции ще намалят своята стойност. Тези движения се получават независимо от това какво прави отделният инвеститор.

### **Риск и брой на активите (Risk and the Number of Securities)**

Инвеститорите могат да *конструират диверсифицирано портфолио и да елиминират част от общия риск*, а именно *частта подлежаща на диверсифициране или т.нар. непазарен риск*. С прибавянето на повече активи в портфолиото несистематичният риск става все по-нисък и общият риск на портфолиото започва да се изравнява със систематичния му риск (на портфолиото). Тъй като *диверсификацията не засяга систематичния риск*, общият риск на портфолиото не може да бъде намален под размера на пазарния риск.

*Диверсификацията може значително да редуцира уникалния, специфичен риск на портфолиото, но колкото и да диверсифицираме не можем да намалим пазарният риск*. Следователно, **пазарният риск е критичен за всички инвеститори**. Той играе *централна роля при оценяването на активите, тъй като това е риска, който инвеститорите могат да очакват да бъде награден за това, че е поет*.

### **Колко акции са достатъчни, за да се диверсифицира правилно?**

Проучвания направени през 60-те год. на XX в. показват, че *за изграждането на добре диверсифицирано портфолио са нужни ок. 20 акции*. Проучване направено през 80-те показва, че при 20 акции стандартното отклонение на годишната възвръщаемост пада до 21,7 %, докато портфолио от 30 акции намаля стандартното отклонение до само 20,9 %, т.е. с много малко. По-скорошни проучвания обаче, направени в началото на XXI век показват, че *между 1962 и 1997 г. общата волатилност на пазара не се е променила, но се е увеличила волатилността на отделните акции*. Проучването

насочва към това, че **в съвременните условия са нужни повече на брой акции, за да се диверсифицира правилно**. Някои автори предлагат, че *за да се диверсифицира правилно днес са нужни дори до 200 отделни акции*, за да се постигне нивото на диверсификация от миналото. Други автори пък посочват, че *случайно подбрано портфолио от 30 акции на лидерите в индустриите, при равно тегло на отделните акции, постига ниво на диверсификация равно на това на индекса S&P 500*.

Тогава, колко все пак акции са достатъчни, за да се диверсифицира правилно днес? На основа на най-новите проучвания (спрямо 2007 г.) можем да заключим, че *приблизително 50-60 акции са достатъчни, за да се постигне правилна диверсификация*.

### **Ефекта на намаляване на риска чрез държането на портфолия (the Implications of Reducing Risk by Holding Portfolios)**

Изграждането на оптимални портфолия и избора на най-доброто портфолио за инвеститора имат въздействие върху оценяването на финансовите активи. Както видяхме по-горе, *част от риска на една стандартна акция може да бъде елиминиран с държането и в добре диверсифицирано портфолио*. Това означава, че част от риска на акцията може да бъде елиминиран, а друга част не може. Инвеститорите следва да се фокусират върху *частта, която не може да бъде елиминирана, тъй като именно тя следва да бъде оценена на финансовите пазари*. **Рискът на една акция, който ни интересува е допълнителния риск, който акцията носи за едно добре диверсифицирано портфолио**. Възвръщаемостта, която следва да бъде очаквана на база този допълнителен риск може да бъде изчислена по модела за оценяване на капиталови активи (Capital Asset Pricing Model).

© “ИНТЕР АКАУНТ Файненшъл Сървисиз” ЕООД

м. октомври 2014 г., София

[www.interaccount.eu](http://www.interaccount.eu)

Използван източник: *Investments, Tenth Edition, Charles P. Jones, 2007, John Wiley & Sons*

*Настоящата публикация има информативна и образователна цел. Тя е създадена, за да ви запознае с основни теоретични постановки в областта на инвестиционния мениджмънт. Използването на настоящата публикация следва да бъде ограничено само до образователната и цел (и във връзка с разпоредбите на Чл. 24 (1), т. 3 от Закона за авторското право и сродните му права). Публикацията не представлява консултация или съвет за вземането на конкретни финансови или инвестиционни решения и не следва да*

*бъде използвана с такава цел. Дружество с ограничена отговорност “ИНТЕР АКАУНТ Файненшъл Сървисиз” не може да бъде държано отговорно по какъвто и да е начин за резултатите от използването на настоящата публикация.*