

Private Bank



Преодолевая стену опасений:  
формирование глобально устойчивых  
портфелей

Прогноз на вторую половину 2018 года

## На заметку в 2018 году

В среднем клиентский портфель инвестиций включает 45% активов, которые не соответствуют нашим рекомендациям по распределению по активам\*.

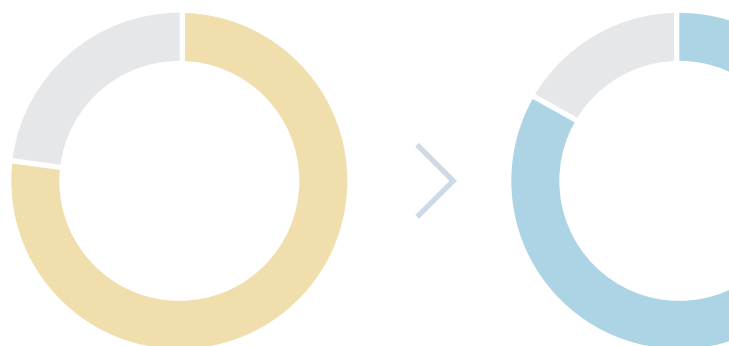
### А каков Ваш портфель?

Одна из основных причин, по которым некоторые семьи могут со временем выбыть из списка наиболее состоятельных, заключается в их неспособности следовать установленному долгосрочному плану.

Мы можем помочь Вам отслеживать соответствие Вашего портфеля рекомендованной структуре и нашим инвестиционным идеям, предоставляя Вам подробный отчет с сопоставительным анализом Вашего портфеля и ключевых эталонов.

Затем Ваши персональные менеджеры могут предложить Вам варианты решения любых выявленных проблемных моментов.

Вы можете запросить такой отчет у своего персонального менеджера или инвестиционного консультанта.



\* Источник: Инвестиционная лаборатория Citi® Private Bank, по состоянию на 23 мая 2018 года. Рекомендованное распределение по активам — эталонное распределение, отражающее наше понимание инвестиционных задач клиента и уровня его терпимости к риску.

Преодолевая стену опасений:  
формирование глобально устойчивых  
портфелей

**Прогноз на вторую половину 2018 года**

# Содержание

2	Надежные стратегии для мира сильных и бескомпромиссных лидеров
10	Формировать устойчивый глобально диверсифицированный портфель прямо сейчас
18	Ситуативные инвестиционные возможности для дополнения устойчивых портфелей

# «Что предпринять сегодня?»

2018 год во всех отношениях сильно отличается от года 2017. 75% самых спокойных дней на рынках за последние десять лет пришлось на прошлый год. А с начала 2018 года мы уже стали свидетелями трех коррекций и всплеска волатильности и на валютном рынке, и на рынке акций, и в инструментах с фиксированной доходностью. В 2018 году в дни ослабления рынков акций среднее понижение было на 24% более значительным, чем повышение в дни роста. Так в чем же кроется основная причина таких серьезных изменений на рынке? Может, это перспектива торговых войн? Назревающий политический кризис в Италии? Ужесточение денежно-кредитной политики в США? Перемены геополитического характера в диапазоне от Ирана и России до отношений между США с Европой? Выборы в Мексике? Непредсказуемость президента США Трампа?

В такие времена работа заслуживающего доверия консультанта заключается в том, чтобы за заголовками увидеть смысл и сконцентрировать внимание на трех ключевых факторах. Первый из них — это фактические данные. В прогнозе на вторую половину 2018 года мы представляем объективные данные, определяющие перспективы роста по регионам, отдельным странам и отраслям, чтобы сориентироваться, в какой точке мы находимся сейчас и где будем находиться после 2018–2019 гг. Второй — история. Мы собрали информацию о поведении рынков, чтобы пояснить наиболее вероятные варианты развития ситуации в случае реализации наших предположений относительно мировой экономики. А третий — это стратегия. Мы знаем, что важнейшую роль играют глобальная диверсификация, системный подход к реализации портфеля и правильный выбор инвестиционных возможностей.

Подготовленный Citi Private Bank прогноз на вторую половину 2018 года за счет углубленного анализа, понимания конъюнктуры рынка и применения грамотных стратегий дает ответ на наиболее актуальный сегодня и часто задаваемый нашими клиентами вопрос: «Что предпринять сегодня?»


С нашей точки зрения, мировые рынки способны противостоять неблагоприятным воздействиям гораздо лучше, чем многим представляется. Корпорации, как мы видим, продолжают наращивать прибыль, а рост мировой экономики хоть и немного замедлился, но о рецессии речи не идет. Рыночные оценки акций снижаются на фоне повышения процентных ставок, что в целом соответствует прежним циклам рыночной конъюнктуры. И мы также считаем необходимой корректировку портфелей с учетом тех проблем, которые мы наблюдаем, — от вопросов политики до уровней долга и динамики валют.

Самое важное, что, общаясь с состоятельными семьями по всему миру, мы часто сталкиваемся с неэффективной структурой инвестиционных портфелей, обремененных высокой концентрацией рисков в отдельных активах или валютах. Инвесторы зачастую недостаточно изучают доступные им варианты рациональной диверсификации и повышения ликвидности своих вложений. Наша цель — дать рекомендации и предложить долгосрочные стратегии, которые помогли бы справиться с проблемными моментами.

В прогнозе на вторую половину 2018 года мы даем четкие и исчерпывающие рекомендации. Они призваны помочь Вам сохранить стоимость своих портфелей и, не исключено, оказаться в плюсе даже в условиях экономической неопределенности. Подчеркнем: хотя причины сегодняшней волатильности рынков сиюминутны, реакции рынков на проблемы местного и регионального масштаба довольно типичны.

Никогда раньше диверсификация инвестиционного портфеля по всему миру и высокое качество активов в нем не имели такого большого значения с точки зрения противостояния неопределенности. Ваши инвестиционные консультанты и персональные менеджеры всегда готовы обсудить варианты реализации наших идей в Вашем портфеле. Надеюсь, что нам представится возможность пообщаться лично либо на одном из мероприятий, посвященных публикации полугодового прогноза, либо впоследствии.

Дэвид Бейлин  
Руководитель направления инвестиций, Citi Private Bank



# Надежные стратегии для мира сильных и бескомпромиссных лидеров

Стивен Уитинг, главный аналитик по инвестиционной стратегии

Достиг ли своей высшей точки рост мировой экономики, начавшийся почти десятилетие назад? Ужесточение денежно-кредитной политики в сочетании с замедлением роста некоторых индикаторов состояния экономики и возросшей неопределенностью в отношении мировой торговли стало для многих инвесторов убедительным доказательством того, что пик пройден. Волатильность, в начале 2018 года вернувшаяся на финансовые рынки, лишь подогревает их опасения.

## Более продолжительный, чем ожидалось, рост

Citi Private Bank не разделяет их точку зрения. Мы полагаем, что в глобальном масштабе рост может оказаться более устойчивым и продолжительным, чем предсказывают пессимисты. Хотя мы и признаем наличие потенциальных угроз (в особенности касающихся торговли), мы предлагаем инвесторам придерживаться более конструктивного и потенциально прибыльного подхода в отношении своих портфелей, чем просто отказаться от рискованных активов.

На наш взгляд, в глобальном масштабе ВВП, скорее всего, подрастет весьма прилично как по итогам 2018 года, так и в 2019 году (Citi Research прогнозирует на оба года рост порядка 3,5%). В таком случае будет зафиксирован максимальный прирост с момента начала нынешнего цикла укрепления мировой экономики. Прибыль корпораций по всему миру превышала наши оптимистичные расчеты, а по итогам 2018 года вырастет, по прогнозам, более чем на 15%.

Следует признать, что США находятся на более поздней стадии экономического роста, чем остальной мир. Однако Америка еще и продемонстрировала способность находить новые силы для продвижения вперед. Улучшение ситуации на рынке труда, прирост инвестиций, льготы по налогам корпоративного сектора и меры, направленные на уменьшение госрегулирования — это все факторы, оказывающие положительное воздействие. Хотя некоторые из этих действий влекут за собой риски, мы по-прежнему видим перспективы дальнейшего роста крупнейшей экономики в мире в 2018 году и далее. Неизбежное начало спада деловой активности в США пока не представляется вероятным (см. [«Когда экономический цикл в США достигнет пика?»](#)).



Мы по-прежнему  
рекомендуем повышать  
вес акций на рынках  
за пределами США.

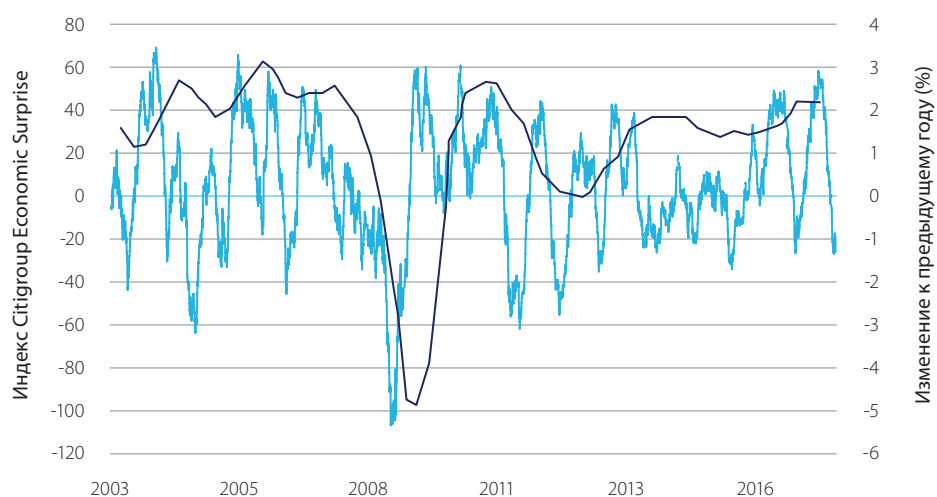
## Сохранять оптимизм, быть избирательным, выходить на мировой уровень

Замечательно высокая и стабильная инвестиционная доходность в 2017 году вызвала самоуспокоенность. Однако колебания финансовых рынков в этом году на данный момент противоречат нашей положительной оценке мировой экономики. Пугающие новости, ставящие под сомнение перспективы роста ввиду неожиданно слабых краткосрочных показателей, появляются регулярно и, очевидно, не имеют большого значения в контексте результатов экономики за весь год (**таблица 1**). Следовательно, комитет по глобальным инвестициям Citi Private Bank сохраняет избыточный — на 4% — вес в акциях. В рамках такого распределения портфеля по активам мы по-прежнему имеем избыточный вес акций в сравнении с рынками акций за пределами США. Мы исходим из их существенно более низких оценок, неплохих перспектив в части прибыли и развития экономик других стран, которые, в отличие от США, еще не полностью восстановились (см. выделенную область в **таблице 2**). Мы, напротив, нейтрально распределяем вложения в пользу акций американских эмитентов, несмотря на резкое улучшение оценок в последнее время и их растущие прибыли.

В инструменты с фиксированной доходностью мы по-прежнему вкладываемся с недостающим на 4% весом, а среди них отдаем предпочтение бумагам высокого качества с более короткой дюрацией, а также эквивалентам денежных средств на высокодоходных рынках. Единственное изменение тактического характера, которое мы внесли в начале 2018 года, заключалось в перераспределении части избыточного веса в высокодоходных американских обязательствах в американские же бумаги с рейтингом инвестиционного уровня, после того как доходность обеих категорий резко выросла.

Таблица 1. Опасения в отношении перспектив экономического роста широко распространены

- Индекс G10 Citigroup Economic Surprise (левая ось)
- Изменение ВВП «Группы десяти» (правая ось)



Источник: Haver Analytics, до 8 мая 2018 года. Динамика реального ВВП стран «Большой десятки» и индекса Citi Economic Surprise. Индекс G10 Citigroup Economic Surprise рассчитывается Citi® и охватывает страны «Большой десятки». Он объективно и в количественном отношении замеряет новости экономического характера. Рассчитывается как взвешенные исторические среднеквадратические отклонения ставших неожиданностью данных, определяемых как расхождение фактических результатов со среднерыночным прогнозом. В страны «Большой десятки» входят США, Япония, Германия, Франция, Великобритания, Италия, Канада, Швейцария, Швеция, Нидерланды и Бельгия.

Таблица 2. Доходность по классам активов и позиционирование

Класс активов (индикатор)	Рекомендация КГИ	РЕ	Доходность с начала 2018 г.		Доходность за последние 12 месяцев		Доходность с 2013 г. по н. в.	
		Скользящий коэф-т за 4 кв.	В долл. США	В местной валюте	В долл. США	В местной валюте	В долл. США	В местной валюте
Акции								
MSCI DM	Избыточный вес	16,9	0,6%	0,8%	13,3%	11,2%	79,4%	93,3%
MSCI EM	Избыточный вес	14,2	-1,1%	0,5%	19,5%	19,2%	24,6%	50,3%
S&P 500	Нормальный вес	19,7	0,6%	0,6%	13,6%	13,6%	109,3%	109,3%
Stoxx Europe 600	Избыточный вес	14,9	0,6%	1,4%	10,0%	1,5%	46,3%	61,9%
Инструменты с фиксированной доходностью								
Global Aggregate	Недостающий вес		-0,7%	-0,5%	3,7%	1,6%	3,3%	15,7%
US Aggregate	Избыточный вес		-2,3%	-2,3%	-0,2%	-0,2%	8,4%	8,4%
Emerging Market Sovereign	Избыточный вес		-4,6%	-4,6%	-0,8%	-0,8%	16,6%	16,6%
US High Yield Corporate	Избыточный вес		-0,2%	-0,2%	3,4%	3,4%	32,2%	32,2%

Источник: группа главного аналитика по инвестиционной стратегии Citi Private Bank, Haver Analytics, The Yield Book, до 8 мая 2018 г. Определения приводятся в глоссарии.

Индексы не управляются. Инвестор не может вложить средства непосредственно в индекс. Они представлены исключительно в иллюстративных целях и не отражают результатов какой-либо конкретной инвестиции. Доходность индекса не включает какие-либо расходы, сборы, комиссии или брокерские комиссии, с учетом которых результат был бы ниже. Исключительно в иллюстративных целях.

Результаты прошлых периодов не являются гарантией будущих результатов. Фактические результаты могут отличаться.

## Как действовать в условиях напряженных торговых отношений и с авторитарными лидерами у власти

Мы придерживаемся более оптимистичных взглядов по сравнению с более настороженными консенсус-оценками, но все же не склонны игнорировать некоторые потенциальные экономические и рыночные проблемы. Торговый протекционизм, нарастающие трения в международных отношениях, ужесточение денежно-кредитной политики, более высокая ценовая волатильность активов — с этими и другими вполне реальными проблемами сталкиваются инвесторы. Мы, однако, убеждены, что инвестиционный портфель можно подготовить к этим и другим неприятностям. В таком случае можно не только управлять рисками, но и удачно использовать открывающиеся возможности.

Мировой порядок в последние годы подвергался встряскам. После потрясений 2016 года, когда Великобритания вышла из Евросоюза, а Дональда Трампа избрали президентом США, политика национальных интересов вытесняет на второй план вопросы

международного сотрудничества. Действия, предпринимаемые в одностороннем порядке, оказываются предпочтительнее многосторонних соглашений. Во многих странах на первый план выходят националисты как правого, так и левого толка, а сильные лидеры упрочивают власть или становятся ближе к руководящим структурам. Все это — признак перехода от «многопартнерского» к «многополярному» миру, в котором некоторые державы соперничают друг с другом активнее и сотрудничают реже. Только подумайте: впервые со времен формирования послевоенных союзов Соединенные Штаты могут наказать европейские фирмы за нарушение американских санкций, действующих в отношении Ирана. И еще: европейцы в ответ могут подвергнуть санкциям фирмы, если они соблюдают введенный США санкционный режим. Эти тенденции в политике, как мы полагаем, многое значат для инвесторов и существенно скажутся на портфелях в средне- и долгосрочной перспективе.



Сравним нынешнюю ситуацию с тем, что было всего несколько лет назад. Когда разразился мировой финансовый кризис 2008–2009 гг., во всем мире лица, ответственные за политические решения, координировали свои действия, направленные на стимуляцию экономического роста и укрепление финансовой системы. А еще они торжественно обещали не возвращаться к порочной практике торгового протекционизма 1930-х годов. Если бы завтра случился новый кризис, сложно представить себе такой же уровень международного сотрудничества. Наоборот, не исключается вероятность существенного повышения тарифов, применения торговых ограничений впервые почти за столетие. Как мы предупреждали в публикации [«Перспективы 2018: ориентиры и возможности»](#), для глобального роста основную угрозу представляет дестабилизация торговли в связи с протекционизмом. В отдельных странах риски еще выше.

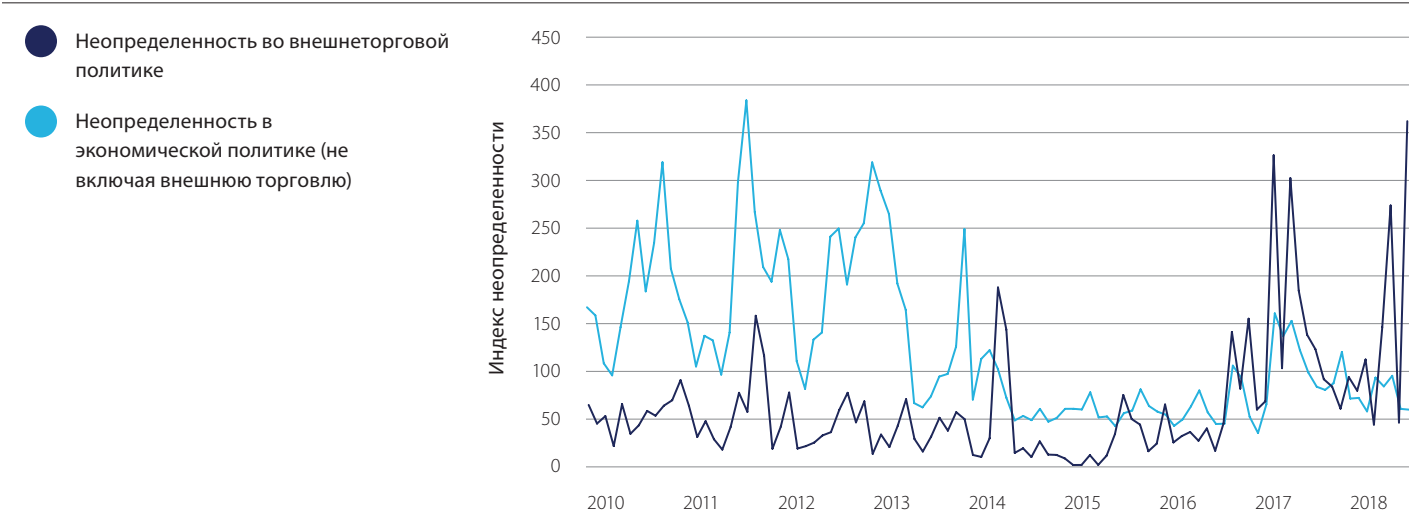
### Связанные с торговлей опасения преувеличены

В последние месяцы опасения, связанные с международной торговлей, уже оказали свое действие на рынки акций по всему миру, поскольку неопределенность в отношении внешнейторговой политики США достигла максимальных за многие годы значений (**таблица 3**). Важно, впрочем, отметить, что мировая экономика еще не испытала негативного влияния. А в самих Соединенных Штатах на относительно низком уровне остается неопределенность в отношении общей экономической политики. В двусторонних переговорах США с Китаем, Мексикой и Канадой

на тему их будущих торговых отношений наблюдаются первые признаки прогресса. Хотя они и небезосновательны, подобные опасения торговой войны представляются нам непомерно раздутыми, особенно в связи с тем, что конфликт такого рода перед одними откроет возможности и вытеснит других, на которых непосредственно повлияют двусторонние тарифы.

Однако в ближайшей перспективе разногласия в мировой политике, а также политика, направленная на защиту внутренних рынков, продолжают внушать серьезные опасения. Андрес Мануэль Лопес Обрадор, ведущий кандидат на предстоящих выборах президента Мексики, призывает положить конец приватизации национальной нефтяной монополии и рассчитывает лично отстаивать свои интересы в торговых переговорах с Трампом в случае своей победы на выборах, назначенных на первое июля. В Бразилии же определенные силы — и крайне правые, и крайне левые — выступают за национализацию отдельных отраслей. Индийский премьер-министр Моди находится под угрозой растущего протеста регионов против правления его индуистской националистической партии. Это явление свойственно не только развивающимся рынкам. Президент США Трамп, который, по его собственному признанию, восхищается сильными лидерами других стран, умеющими «управляться с делами», обрушивается на многие компании с критикой методов их работы. В других случаях он в столь же непредсказуемой манере активно их поддерживает.

Таблица 3. Индексы политической неопределенности в США



Источник: Haver Analytics, до апреля 2018 года.

Индексы неопределенности рассчитываются посредством поиска в более чем 2000 газет в США терминов и материалов, подчеркивающих неопределенность различных событий в области политики. «Не включая внешнюю торговлю» — среднее арифметическое следующих отдельных индексов: денежно-кредитной политики, бюджетно-налоговой политики, налогов, госрасходов, здравоохранения, национальной безопасности, предоставления прав, регулирования, финансового регулирования, задолженности, денежной эмиссии.

## Больше диверсификации, пожалуйста

В свете вышесказанного зададим весьма простой вопрос: «Насколько безоговорочно инвестор может полагаться только на одного лидера?» Для многих инвесторов, вкладывающихся в одну страну или конкретный регион, сочетание напряженности в торговле, жесткого стиля лидерства и других факторов увеличивает риски. Если национальные экономики в целом могут испытывать ограниченное негативное воздействие в случае введения торговых барьеров, то определенные секторы и компании могут пострадать в гораздо большей степени. Поэтому глобальная диверсификация в сегодняшнем многополярном мире еще более необходима и обоснованна. И все же наши собственные данные показывают, что порядка 80% клиентов Citi Private Bank сохраняют избыточную концентрацию в одной валюте применительно к своим инвестиционным активам.

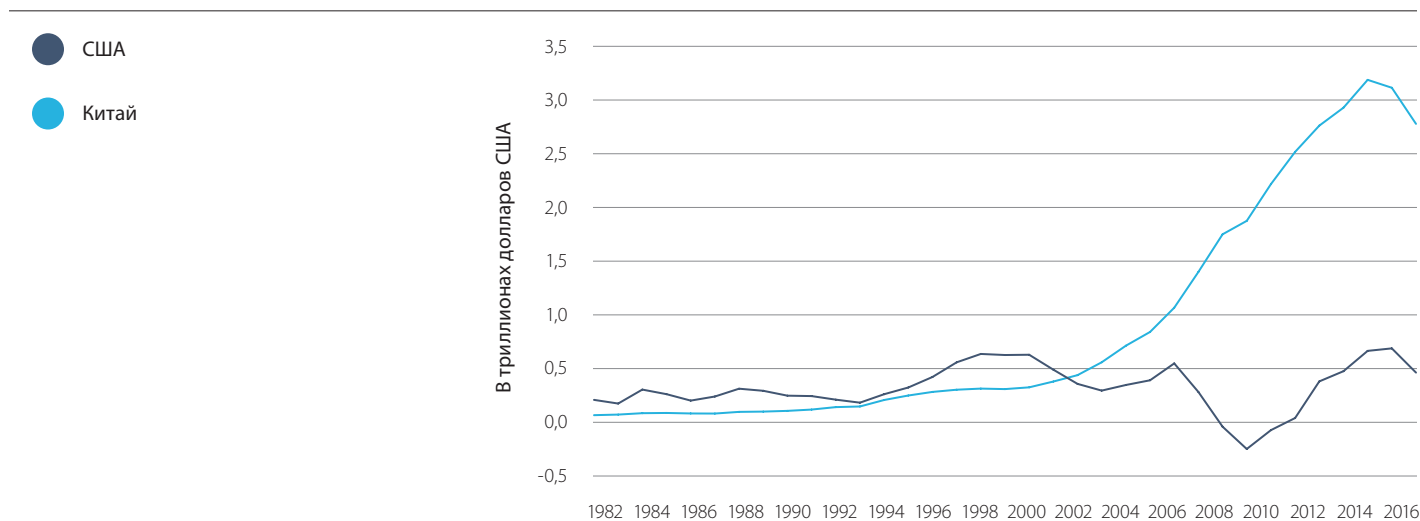
Китай, например, является одной из таких недооцененных стран, доля которой в портфелях международных инвесторов все еще мала. Они по-прежнему не очень охотно инвестируют в страну из-за еще свежих неприятных воспоминаний о турбулентности на рынке ее акций в 2015 и 2016 годах. Однако по фундаментальным характеристикам Китай представляется привлекательным: стремительное развитие новых технологий, растущий средний класс, подогревающий потребительские расходы, все более рационально устроенные подконтрольные государству отрасли. По объему чистых ежегодных сбережений в национальном масштабе Китай намного опережает США, значительно ослабляя многолетние опасения, связанные с задолженностью (**таблица 4**).

Если принимать во внимание недавний автократический шаг председателя Си Цзиньпина, разрешившего самому себе оставаться у руля страны неограниченно долго, а также противостояние с США в сфере торговли, увеличение вложений в Китай может показаться противоречивым или вызывать опасения. Но мы склоняемся к мнению, что Китай представляет собой важнейший полюс в сегодняшнем многополярном мироустройстве. И в дальнейшем его значение, вероятнее всего, будет только возрастать. Он достоин занимать видное место в глобальной структуре вложений наряду с активами, представляющими многие другие страны.

## Растущие ставки и нормы рентабельности вложений

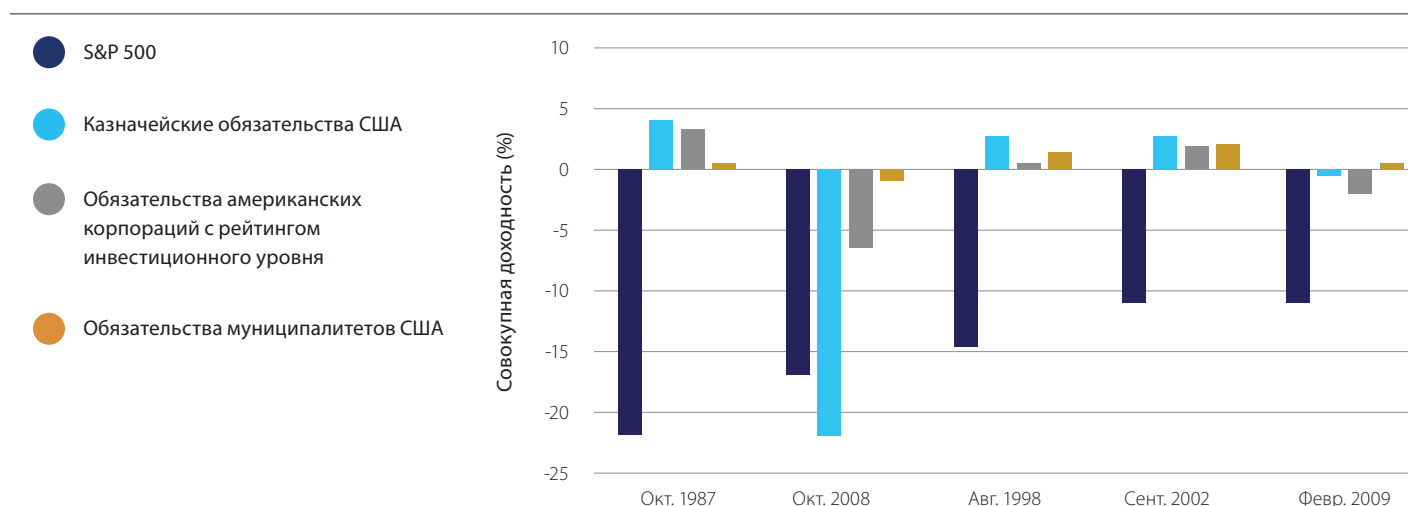
Вступая в 2018 год, мы ожидали повышения ставок как на развивающихся, так и на развитых рынках. Мы предполагали, что сокращение вложений Министерства финансов США в свои обязательства создаст конкуренцию за фонды, в связи с чем для финансирования заимствований американского правительства в большей мере потребуются частные сбережения. Мы полагали, что тенденция к увеличению накоплений подтолкнет вверх процентные ставки и привлечет средства из других классов активов, способствуя волатильности рынка. Ставки действительно выросли: отметим, что доходность 10-летних казначейских бумаг США превысила уровень в 3% впервые за более чем четыре года.

Таблица 4. Общегодовые чистые национальные сбережения



Источник: Haver Analytics, по состоянию на 15 мая 2018 года.

Таблица 5. Совокупная доходность инвестиций в долговые инструменты в месяцы максимального падения индекса S&P 500



Источник: Haver Analytics, по состоянию на 8 мая 2018 года. Индексы не управляются. Инвестор не может вложить средства непосредственно в индекс. Они представлены исключительно в иллюстративных целях и не отражают результатов какой-либо конкретной инвестиции. Доходность индекса не включает какие-либо расходы, сборы, комиссии или брокерские комиссии, с учетом которых результат был бы ниже. Результаты прошлых периодов не являются гарантией будущих результатов. Фактические результаты могут отличаться.

Со временем ужесточение денежно-кредитной политики в США будет иметь все большее значение для инвесторов. При существенной премии по доходности КО США к обязательствам других развитых рынков мы продолжаем рассчитывать, что доллар США будет в 2018 году торговаться в коридоре с восстановлением курса «против тренда». Однако в долгосрочной перспективе мы прогнозируем возобновление тренда на снижение американской валюты, наблюдавшегося в 2017 году. Мы сомневаемся в способности экономики США поддерживать повышение краткосрочных ставок после 2019 года. Вероятность новых многолетних периодов ослабления доллара — одна из причин, по которым мы отдаем предпочтение акциям неамериканских компаний в сравнении с эмитентами из США.

Также из тактических соображений мы вкладываемся с избыточным весом в передний участок кривой доходности обязательств Министерства финансов США, чтобы извлечь выгоду из повышения ставок, в результате которого привлекательными стали многие краткосрочные процентные продукты. Все больший интерес вызывают долговые инструменты США с плавающей ставкой, поскольку к концу 2019 г. ФРС предполагает повысить ставки по своим фондам до 2,75% (см. также раздел [«Формировать устойчивый глобально диверсифицированный портфель прямо сейчас»](#)).

## Использовать волатильность для получения прибыли

Мы прогнозировали, что после необычно продолжительного периода затишья волатильность вернется на финансовые рынки в 2018 году. Мы изложили свое видение в разделе [«Волатильность на пользу инвестору»](#) публикации [«Перспективы 2018: ориентиры и возможности»](#), а также мы обращали внимание на способы защиты портфеля и получения отдачи от инвестиций в условиях ожидаемой волатильности. Спустя всего несколько недель с начала года прогнозируемая волатильность резко возросла: настроения инвесторов ухудшились из-за опасений, а от стратегий извлечения выгоды из падающей волатильности в целом отказались.

На фоне продолжающегося ужесточения монетарной политики властей и потенциальной волатильности из-за напряженности в торговых отношениях мы ожидаем сохранения повышенных уровней волатильности в структурном отношении до конца текущего цикла. Мы считаем, что в случае нетипично значительных движений рынка привлекательным вариантом остаются стратегии хеджирования. Тем не менее инвестиционные возможности нам сейчас представляются другими, нежели в самом начале года. В некоторых случаях нас привлекает потенциал получения прибыли в результате реализации стратегии продаж в периоды волатильности, когда продавец получает доход и потенциально может остаться с прибылью, если волатильность упадет или задержится на теперешних высоких уровнях. С другой стороны, в случае дальнейшего усиления колебаний рынка продавец может оказаться в минусе. В особых случаях, таких как выборы в Мексике, мы предполагаем повышение уровня волатильности на валютном рынке (см. раздел [«Ситуативные инвестиционные возможности для дополнения устойчивых портфелей»](#)).

Поскольку многие инвесторы начинали год с сомнений в ценности инструментов с фиксированной доходностью в своих портфелях, мы бы также подчеркнули, что различные активы с фиксированным доходом в глобальном контексте показали наилучшие результаты в течение четырех из одиннадцати лет, прошедших с последнего максимума экономической активности в 2007 году. Кроме того, за последние десятилетия обязательства с фиксированной доходностью много раз подтверждали свою пригодность в качестве средства диверсификации портфеля в худшие для акций американских компаний месяцы ([таблица 5](#)). Минимальные уровни доходности еще сохраняются на многих рынках Европы и в Японии. Если держаться в стороне от этих рынков, появляется возможность иметь в портфеле как акции, так и долговые активы с более устойчивой доходностью, представляющие другие страны.

## Портфели, эффективные в мире авторитарных лидеров

В середине 2018 года перед нами по-прежнему открываются удачные инвестиционные возможности, но в равной степени и риски, проистекающие из сегодняшнего многополярного мироустройства. Хотелось бы подчеркнуть, что многие из рисков крайне локализованы по своей природе. Наиболее подходящим вариантом действий нам представляется формирование портфелей с широкой географией и диверсификацией по классам активов. В прогнозе [«Перспективы 2018: ориентиры и возможности»](#) мы обращали особое внимание на тот факт, что в кризисные годы последнего десятилетия вложения в акции с глобальной диверсификацией оказались в среднем на 33% эффективнее инвестиций в акции с определенной региональной специализацией. Ниже мы рассмотрим некоторые ключевые принципы формирования таких портфелей, а также определенные стратегии для таких портфелей.

Наиболее подходящим  
вариантом действий  
нам представляется  
формирование портфелей  
с широкой географией  
и диверсификацией  
по классам активов.

## Когда экономический цикл в США достигнет пика?

Цикл деловой активности в США традиционно был знаковым для всей мировой экономики. В последние девять лет восстановительный рост в США оказался наиболее сильным среди экономик с развитым рынком, хотя и слабее прежних восстановлений. Кроме того, мы наблюдаем необычный эксперимент: в прошлом году экономика США даже на позднем этапе цикла начала развиваться с новой силой благодаря дерегулированию и налоговым послаблениям. Вследствие чего США живут не по средствам. Дефицит бюджета растет в той точке цикла, где обычно такие показатели улучшаются.

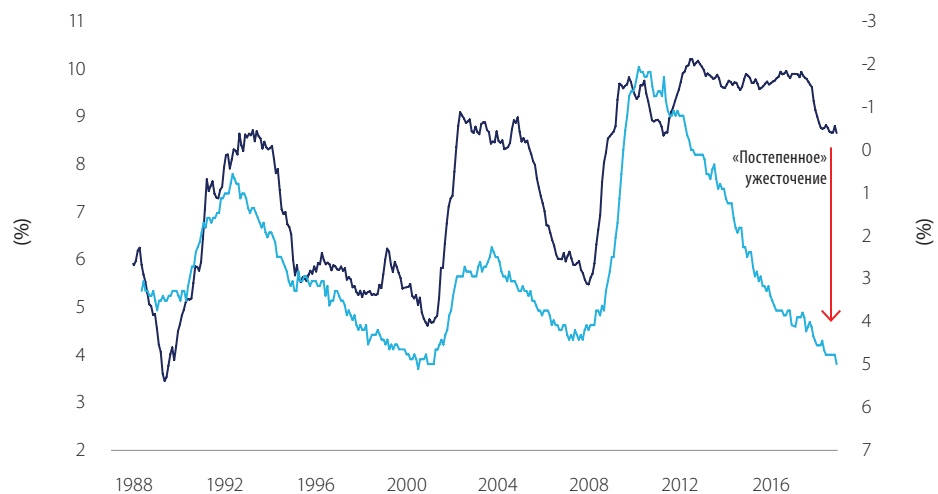
Одновременное проявление трех факторов — затягивание цикла в США, ужесточение денежно-кредитной политики и увеличение отрицательного сальдо текущих операций — означает, что вероятность выхода деловой активности в США на свой максимум становится более чем теоретической. Уровень безработицы в США опустился до низких значений, обычно фиксируемых на экономическом максимуме ([таблица 6](#)). С другой стороны, в схожих точках американская экономика прежде не испытывала давления со стороны зарплат и потребительских цен. В результате ФРС в непривычной для себя манере очень неспешно проводит свою политику ужесточения. Другие факторы также увязываются с картиной продолжающегося роста в США. Домохозяйства в меньшей степени испытывают финансовое напряжение в отличие от ситуаций, предшествовавших двум последним рецессиям, тем не менее мы не видим избыточного спроса ([таблица 7](#)). Наконец, мы считаем, что следующий спад, когда бы он ни случился, ни при каких обстоятельствах не будет таким масштабным, как в 2008–2009 гг.

Чтобы получить некоторое представление о том, как Министерство финансов США собирается справляться с любой рецессией такого рода, вспомним, что в предыдущих случаях ослабления экономики ФРС реагировала понижением ставок на несколько процентных пунктов. Но к началу следующей рецессии номинальные процентные ставки вряд ли будут достаточно высокими, чтобы можно было принять аналогичные меры. При этом реализуемая в настоящее время программа ФРС по сокращению статей баланса должна создать пространство для маневра, чтобы в перспективе предложить монетарные стимулы посредством возобновления покупок облигаций. Если потребуется для поддержки экономического роста, американское правительство сможет выкупить активы на триллион долларов, даже не превышая прежние максимальные объемы вложений.

Так когда же, наконец, начнется следующий умеренный спад, которого мы ожидаем? Принимая во внимание восстановление занятости, наращивание капиталовложений предприятий и постепенный характер ужесточения денежно-кредитной политики, мы полагаем, что до конца 2019 года цикл деловой активности в США вряд ли пройдет свою высшую точку. С нашей точки зрения, еле заметное укрепление финансовых рынков с начала года и до сегодняшнего дня вступает в противоречие с настоящими перспективами продолжения роста как в США, так и повсеместно.

Таблица 6. Безработных меньше, ставки выше

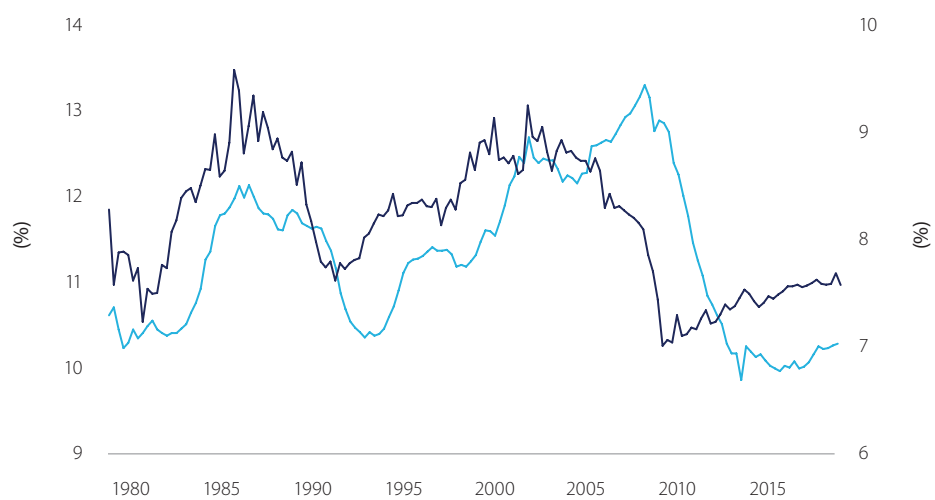
- Уровень безработицы (левая ось)
- Реальные ставки по фондам ФРС США (правая ось, инвертированный график)



Источник: Haver Analytics, по состоянию на 8 мая 2018 года.

Таблица 7. Признаки излишеств в США наперечет

- Коэффициент обслуживания задолженности домохозяйств (левая ось)
- Доля потребительских товаров длительного пользования в ВВП (правая ось)



Источник: Haver Analytics, по состоянию на 8 мая 2018 года.

# Формировать устойчивый глобально диверсифицированный портфель прямо сейчас

**Стивен Уитинг**, главный аналитик по инвестиционной стратегии  
**Фил Уотсон**, руководитель Глобальной инвестиционной лаборатории  
**Крис Зипполитос**, руководитель группы стратегии по инструментам с фиксированной доходностью

Поскольку рост экономики в мировом масштабе продлится скорее всего дольше, чем предполагается в преобладающем прогнозе, мы рекомендуем сохранять избыточные веса акций и других рискованных активов. Причем рекомендуемое нами долгосрочное распределение по активам имеет даже большее значение, чем среднесрочная структура портфеля. Сочетая рациональные вложения в рискованные активы и глобальную диверсификацию, инвесторы в состоянии сформировать устойчивый на длительный период инвестиционный портфель. И важно, чтобы они занялись этим прямо сейчас.

Что же конкретно понимается под «устойчивым портфелем»? Мы определяем его как портфель, который может выдерживать воздействие неблагоприятных факторов местного или регионального масштаба и даже большинство серьезных неприятностей. К таким неприятностям можно отнести сильные политические потрясения, такие как импичменты, падение цен на сырьевые товары, финансовые кризисы и ухудшение состояния дел в экономике. Если оглянуться назад, можно вспомнить множество кризисов регионального масштаба, которые на первых порах повлияли как на региональные, так и на глобальные рынки. Впрочем, рынки за пределами задетого кризисом региона в течение последующего года демонстрировали, как правило, существенно опережающую динамику, подавая примеры ценности диверсификации тем инвесторам, здравомыслящий подход которых помогал формировать устойчивый портфель (**таблица 1**).

Таблица 1. Глобальная и региональная динамика акций после региональных кризисов

Региональный кризис	Доходность за первый год кризиса (%)		Доходность на мировом уровне за один месяц после начала кризиса (%)
Азиатский кризис 1997 г.	Азия -28,3	Весь мир 15,0	-7,0
Кризис в Латинской Америке в 1998 г.	Латинская Америка -35,1	Весь мир 22,0	-14,0
Кризис в ЕС в 2011–2013 гг.	Европа -10,5	Весь мир -6,9	-8,9
Падение цен на товарных биржах в 2015 г.	Латинская Америка -30,8	Весь мир -1,8	0,2

Источник: Haver Analytics, по состоянию на 8 мая 2018 года. Индексы не управляются. Инвестор не может вложить средства непосредственно в индекс. Они представлены исключительно в иллюстративных целях и не отражают результатов какой-либо конкретной инвестиции. Доходность индекса не включает какие-либо расходы, сборы, комиссии или брокерские комиссии, с учетом которых результат был бы ниже. Результаты прошлых периодов не являются гарантией будущих результатов. Фактические результаты могут отличаться.



## Устойчивый портфель характеризуется глобальной структурой и диверсификацией по классам активов.

В основе всех устойчивых инвестиционных портфелей лежит глобальная диверсификация. Она предполагает широкий выбор различных классов и даже подклассов активов в разных странах по всему миру. Реальные события и ставшие их следствием данные показывают, что диверсификация — это не просто теоретическое упражнение. На протяжении десятков лет история финансов неоднократно доказывала, что глобально диверсифицированные инвестиции с большей вероятностью обеспечат привлекательную доходность, скорректированную на риск, чем более концентрированные портфели.

Чтобы проследить работу устойчивого портфеля, посмотрим на динамику основных классов и подклассов активов за период с 2007 года по 2017 год.

Как показывает **таблица 2**, максимальную доходность с поправкой на риск, замеренную по коэффициенту Шарпа, принесло бы глобально диверсифицированное распределение инвестиций на уровне классов активов, соответствующее рекомендованной Citi Private Bank структуре распределения с адаптивной стратегией оценки в деноминированных в долларах США активы уровня риска 3. Даже после мирового финансового кризиса 2008–2009 гг., когда глобальный индекс совокупной доходности акций упал на 54%, такое диверсифицированное в мировом масштабе распределение вложений доказало свою жизнеспособность — в течение пяти лет более чистый убыток не был зафиксирован. Даже если просто посмотреть на отдачу инвестиций за последний год или за последние три года, портфели клиентов, которые наиболее точно соответствовали рекомендованному нами глобальному распределению по активам, в целом показали лучшую динамику относительно тех, структура инвестиций которых сильно отличалась (**таблица 3**).

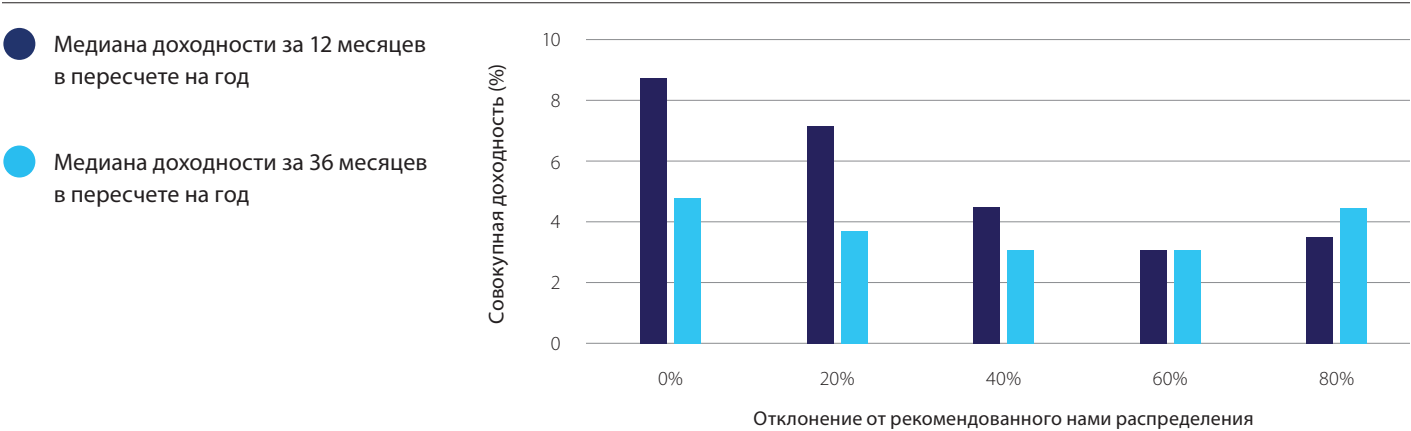
Таблица 2. Расчетная доходность классов активов и эталонного распределения

2007 (%)	2008 (%)	2009 (%)	2010 (%)	2011 (%)	2012 (%)	2013 (%)	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	Нарастающим итогом (%)	Доходность с поправкой на риск*
Акции, развив. рынки 33,6	Госдолг, разв. рынки 13,0	Высокодох. 63,9	Мал./сред. кап-ции, США 27,1	Долг в СКВ, развив. рынки 8,7	Высокодох. 18,9	Мал./сред. кап-ции, США 36,6	Бол. кап-ции, США 13,6	Мир (без мал./сред. кап-ции, США) 10,9	Мал./сред. кап-ции, США 16,0	Акции, развив. рынки 31,0	Мал./сред. кап-ции, США 157,7	Этал. распред. 0,39
Госдолг, разв. рынки 10,5	Наличные 1,8	Акции, развив. рынки 62,8	Мир (без мал./сред. кап-ции, США) 16,0	Госдолг, разв. рынки 7,1	Долг в СКВ, развив. рынки 18,0	Бол. кап-ции, США 32,1	Мал./сред. кап-ции, США 10,0	Мир (без бол. кап-ции, США) 3,4	Высокодох. 14,0	Бол. кап-ции, США 22,3	Бол. кап-ции, США 140,0	Высокодох. 0,39
Этал. распред. 8,9	Инвестурия, разв. рынки -8,6	Мал./сред. кап-ции, США 39,2	Акции, развив. рынки 14,4	Инвестурия, разв. рынки 4,3	Мир (без мал./сред. кап-ции, США) 17,7	Мир (без мал./сред. кап-ции, США) 29,4	Мир (без мал./сред. кап-ции, США) 7,7	Бол. кап-ции, США 1,9	Бол. кап-ции, США 11,5	Мир (без мал./сред. кап-ции, США) 20,1	Высокодох. 118,9	Долг в СКВ, развив. рынки 0,38
Инвестурия, разв. рынки 6,7	Долг в СКВ, развив. рынки -11,7	Мир (без мал./сред. кап-ции, США) 34,9	Высокодох. 13,8	Высокодох. 2,6	Мал./сред. кап-ции, США 17,5	Мир (без бол. кап-ции, США) 25,8	Долг в СКВ, развив. рынки 7,2	Долг в СКВ, развив. рынки 1,5	Акции, развив. рынки 10,1	Мал./сред. кап-ции, США 18,6	Долг в СКВ, развив. рынки 113,3	Бол. кап-ции, США 0,34
Бол. кап-ции, США 6,4	Этал. распред. -22,4	Долг в СКВ, развив. рынки 29,6	Бол. кап-ции, США 13,5	Бол. кап-ции, США 2,6	Акции, развив. рынки 17,4	Этал. распред. 15,4	Этал. распред. 6,2	Этал. распред. 0,1	Долг в СКВ, развив. рынки 9,3	Этал. распред. 15,5	Акции, развив. рынки 107,3	Мал./сред. кап-ции, США 0,28
Долг в СКВ, развив. рынки 6,0	Высокодох. -27,9	Мир (без бол. кап-ции, США) 25,3	Долг в СКВ, развив. рынки 12,3	Наличные 0,1	Мир (без бол. кап-ции, США) 16,7	Высокодох. 8,4	Мир (без бол. кап-ции, США) 6,2	Наличные 0,0	Этал. распред. 7,5	Мир (без бол. кап-ции, США) 14,3	Этал. распред. 95,4	Акции, развив. рынки 0,27
Мир (без бол. кап-ции, США) 5,8	Бол. кап-ции, США -36,0	Бол. кап-ции, США 25,3	Этал. распред. 10,4	Этал. распред. -0,7	Бол. кап-ции, США 16,0	Акции, развив. рынки 3,8	Акции, развив. рынки 5,6	Госдолг, разв. рынки -2,1	Мир (без мал./сред. кап-ции, США) 7,3	Высокодох. 10,3	Мир (без мал./сред. кап-ции, США) 75,7	Мир (без мал./сред. кап-ции, США) 0,27
Наличные 4,8	Мир (без бол. кап-ции, США) -38,9	Этал. распред. 23,4	Госдолг, разв. рынки 7,5	Мал./сред. кап-ции, США -2,0	Этал. распред. 12,0	Инвестурия, разв. рынки 0,3	Инвестурия, разв. рынки 3,1	Мал./сред. кап-ции, США -2,6	Мир (без бол. кап-ции, США) 7,1	Долг в СКВ, развив. рынки 9,3	Инвестурия, разв. рынки 62,0	Инвестурия, разв. рынки 0,25
Мал./сред. кап-ции, США 3,8	Мал./сред. кап-ции, США -39,5	Инвестурия, разв. рынки 19,2	Инвестурия, разв. рынки 5,8	Мир (без бол. кап-ции, США) -11,2	Инвестурия, разв. рынки 11,2	Наличные 0,0	Высокодох. 0,2	Инвестурия, разв. рынки -3,6	Инвестурия, разв. рынки 4,3	Инвестурия, разв. рынки 9,1	Мир (без бол. кап-ции, США) 48,4	Мир (без бол. кап-ции, США) 0,20
Высокодох. 2,6	Мир (без мал./сред. кап-ции, США) -42,7	Госдолг, разв. рынки 1,4	Мир (без бол. кап-ции, США) 4,8	Акции, развив. рынки -12,5	Госдолг, разв. рынки 0,2	Госдолг, разв. рынки -5,7	Наличные 0,0	Высокодох. -4,9	Госдолг, разв. рынки 1,8	Госдолг, разв. рынки 6,0	Госдолг, разв. рынки 44,3	Госдолг, разв. рынки 0,12
Мир (без мал./сред. кап-ции, США) -2,4	Акции, развив. рынки -45,7	Наличные 0,1	Наличные 0,1	Мир (без мал./сред. кап-ции, США) -14,4	Наличные 0,1	Долг в СКВ, развив. рынки -6,0	Госдолг, разв. рынки -0,9	Акции, развив. рынки -5,4	Наличные 0,3	Наличные 0,8	Наличные 8,4	

Источник: Citi Private Bank, Bloomberg, по состоянию на 10 мая 2018 года. Определения классов активов приводятся в глоссарии. Индексы не управляются. Инвестор не может вложить средства непосредственно в индекс. Динамика индексов приведена исключительно в иллюстративных целях. Результаты прошлых периодов не являются гарантией будущих доходов. Фактические результаты могут отличаться.

Адаптивная стратегия оценки (Adaptive Valuation Strategies, AVS) — собственная методика стратегического распределения инвестиций по активам Citi Private Bank. «Эталонное распределение» в представленной таблице соответствует распределению с адаптивной стратегией оценки по активам уровня риска 3, которое включает вложения в акции, инструменты с фиксированной доходностью, сырьевые (биржевые) товары, наличные денежные средства и хедж-фонды. Уровни риска означают объем риска, который клиенты готовы принять. Уровень риска 3 предполагает цель умеренного приумножения капитала и, во вторую очередь, сохранения капитала. Представленные уровни доходности рассчитаны на уровне классов активов с использованием индексов и не отражают сборы и комиссии, взимание которых уменьшило бы показанные результаты.

Таблица 3. Важно следовать плану



Источник: Инвестиционная лаборатория Citi Private Bank, по состоянию на 1 мая 2018 года.

Отклонение от рекомендованного нами распределения по активам измеряет степень следования инвестиционных портфелей клиентов нашим рекомендациям на всех уровнях риска. Чем меньше выражено в процентах отклонение, тем в большей степени структура портфеля соответствует нашим рекомендациям по распределению. Значение 0% указывает на полное соответствие портфеля нашим рекомендациям. В представленной таблице использованы собственные данные Citi Private Bank, охватывающие инвестиционные портфели клиентов в сопоставлении с эталонным распределением с адаптивной стратегией оценки.

Результаты прошлых периодов не являются гарантией будущих доходов. Фактические результаты могут отличаться.

Вопреки этим финансовым урокам истории, многие клиенты, как мы видим, продолжают вкладываться преимущественно лишь в несколько классов активов. Портфель с широкой диверсификацией по классам активов и типам инвестиций встречается реже, чем у каждого пятого клиента. Как правило, инвестиции не рассредоточены по разным странам, и 91% вложений приходится на активы в одной единственной валюте. Такие инвестиции, ориентированные исключительно на свой внутренний рынок, сосредоточенные в отдельных классах активов, неизменно сопряжены с более высокими рисками. На наш взгляд, они становятся еще более уязвимыми в сегодняшних условиях усилившегося размежевания, сменившего политическую и экономическую глобализацию.

Мы рекомендуем прямо сейчас принимать меры, направленные на преодоление такой уязвимости, посредством реализации тщательно взвешенной инвестиционной стратегии, которая предусматривает наполнение портфеля активами различных классов со всего мира, как показано в **таблице 4**, используя при этом преимущества, обусловленные разницей в оценках.

Таблица 4. Наш долгосрочный прогноз доходности по классам активов

	Стратегический расчет доходности (%)	Расчетная доходность за 10 лет с добавочным доходом (%)
Акции развитых рынков, глобальная диверсификация	4,9	61,3
Акции развивающихся рынков, глобальная диверсификация	8,4	124,0
Инструменты с фиксированной доходностью, глобальная диверсификация	2,3	25,5
Высокодоходные инструменты с фиксированной доходностью, глобальная диверсификация	4,1	49,5
Инструменты с фиксированной доходностью развивающихся рынков, глобальная диверсификация	4,1	49,5
Наличные доллары США	2,3	25,5
Хедж-фонды	5,7	74,1
Прямые инвестиции в акционерный капитал	10,3	166,5
Недвижимость	10,1	161,7
Сырьевые (биржевые) товары	1,9	20,7

Источник: Группа количественного анализа Citi Private Bank, стратегический расчет доходности приведен по состоянию на 31 декабря 2017 года. Доходность указана в долларах США. Все оценки и расчеты лишь выражают определенное мнение, могут изменяться без уведомления и не гарантируют будущие показатели. Стратегический расчет доходности не является гарантией будущих доходов. Результаты прошлых периодов не являются гарантией будущих доходов. Фактические результаты могут отличаться. В адаптивной стратегии оценки в качестве доходности класса активов используется доходность соответствующего индекса. Определения приводятся в глоссарии.

## Не выходить из инвестиций, придерживаться курса

Наряду с диверсификацией в мировом масштабе инвестор с устойчивым портфелем обращает себе на пользу время пребывания на рынках. На долгосрочном горизонте добавочная доходность (начисление сложных процентов, реинвестирование дивидендов или купонных выплат) может быть колоссальной.

В этом легко убедиться на примере акций американских компаний. Если считать исключительно по изменению цены с 1970 года, то средняя доходность инвестиций на рынке акций США составила 8% годовых. Однако с учетом выплаченных и реинвестированных дивидендов доходность возрастает до 12% в год. Даже за последние 30 лет, когда по историческим меркам выплаты дивидендов в США были незначительными, их реинвестирование обеспечило половину совокупной доходности инвестиций в акции американских эмитентов. Наши расчеты доходности с учетом реинвестирования по каждому классу активов на ближайшие десять лет показаны в **таблице 4**.

Как видите, расчетная доходность и относительная инвестиционная ценность разных классов активов существенно отличаются. В стратегическом расчете доходности на горизонте в десять лет, вроде приведенной выше, допускаются спады деловой активности, рецессии и прочие значимые события. В случае наступления такого события и изменения прогнозной стратегической стоимости производится пересмотр структуры устойчивого инвестиционного портфеля с увеличением представительства более дешевых активов. Но устойчивый портфель остается наполненным, а его вложения по активам регулярно перераспределяются. Дополнительным благоприятным фактором могут стать долгосрочные инвестиции во многие классы активов.

## Не подгадывать время на рынках

Инвесторы, вкладывающиеся на короткие промежутки времени, не имеют возможности воспользоваться преимуществами диверсификации и регулярного пересмотра структуры, а по существу подвергают свои портфели более значительным рискам. **Таблица 5** показывает волатильность (среднеквадратическое отклонение) и доходность с поправкой на риск (коэффициент Шарпа) акций американских и зарубежных компаний за прошлые периоды различной продолжительности. Чем меньше период владения ценными бумагами, тем выше показатель волатильности и ниже скорректированная на риск доходность. То же самое относится и к инвестициям в инструменты с фиксированной доходностью. Продажа облигаций через непродолжительное время не позволяет ценным бумагам заработать для Вас процентный доход. Преимущество подхода, охватывающего десятилетний период — а именно такой предусматривается нашей методикой стратегического расчета доходности — очевидно.

Хотя сохранение инвестиций в рискованные активы доказывает свою привлекательность, многие инвесторы идут по другому пути. Они активно переходят из рискованных активов в наличность и обратно, стремясь получить максимальный выигрыш и избежать ощутимых падений. Однако попытки поймать момент на рынке могут привести к противоположным последствиям вместо увеличения доходов от инвестиционного портфеля и уменьшения рисков. Зачастую инвесторы, выгадывающие подходящее время, руководствуются в своих решениях «чутьем» или своим прочтением «рыночной психологии». Но обычно это приводит к тому, что такие «ловцы момента» становятся жертвой собственной жадности и страхов и в конечном итоге слишком долго остаются с наличными и (или) слишком поздно вкладываются в рискованные активы на растущем рынке.

Таблица 5. Акции компаний из США и со всего мира: волатильность и доходность с поправкой на риск

	Волатильность (среднеквадратичные отклонения)			Доходность с поправкой на риск (коэффициент Шарпа)	
	S&P 500	MSCI AC World		S&P 500	MSCI AC World
10 лет	4,6	4,1	10 лет	1,6	1,3
1 год	17,1	16,9	1 год	0,4	0,3
1 квартал	32,3	30,4	1 квартал	0,2	0,2
1 месяц	54,9	49,5	1 месяц	0,1	0,1
1 неделя	55,0	829,2	1 неделя	0,1	0,0

Источник: FactSet, по состоянию на 10 мая 2018 года. Охватывается период с 1988 г. по 2018 г. Определения приводятся в глоссарии. Индексы не управляются. Инвестор не может вложить средства непосредственно в индекс. Динамика индексов приведена исключительно в иллюстративных целях. Результаты прошлых периодов не являются гарантией будущих доходов. Фактические результаты могут отличаться.

## И не допускать излишков наличности

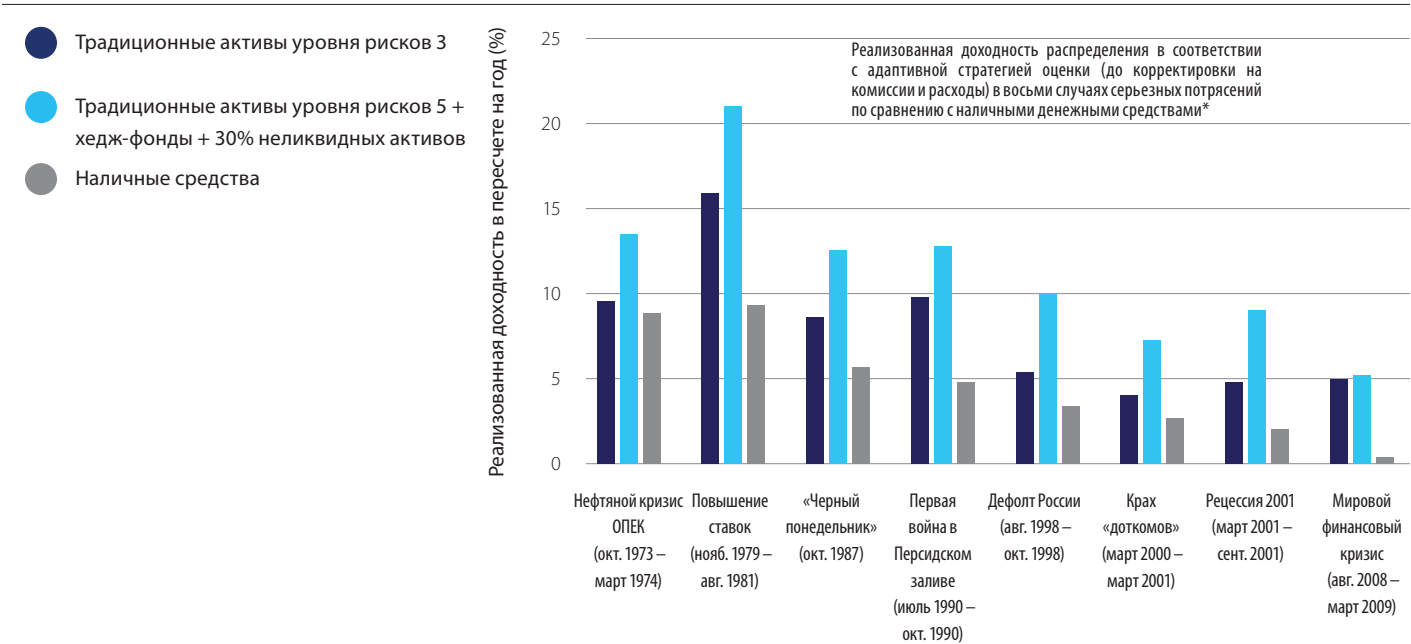
Наличность не является безрисковым активом, и ее излишки не способствуют увеличению доходов от инвестиционного портфеля. Инвесторы, накапливающие значительные объемы наличности, не только упускают возможность получить добавочный доход от реинвестирования средств в рискованные активы, но и подвергают портфели неблагоприятному воздействию инфляции. Так, исходя из расчетов в рамках нашей собственной методики стратегического распределения по активам (стратегия с адаптивной оценкой), аннуализированная доходность наличных составит в следующие 10 лет лишь 1,88%. Это самый низкий показатель доходности среди всех классов активов за исключением сырьевых товаров (таблица 4). И тем не менее, портфели около трети наших клиентов, как мы наблюдаем, более чем на 80% наполнены наличностью и эквивалентами денежных средств.

Но суть в том, что даже если портфель сформирован в наиболее неблагоприятный момент, все равно еще не поздно извлечь пользу из глобальной диверсификации инвестиционных активов

**Таблица 6** содержит данные о доходности на горизонте в десять лет инвестиционных портфелей с глобальной структурой, сформированных всего за месяц до крупнейших потрясений рынка, включая мировой финансовый кризис 2008–2009 гг. Во всех восьми случаях такое распределение по активам со временем оказалось более эффективным, чем запас наличности, несмотря на существенные потери практически сразу после формирования портфеля.

Даже если в ближайшем будущем случится очередной коллапс — а это возможно, хотя, по нашему мнению, маловероятно — мы рекомендуем инвесторам, накопившим солидные запасы денег, вложить их в полном объеме и вложить прямо сейчас, а затем придерживаться этого курса. О вариантах инвестиций в долговые инструменты Вы можете узнать из раздела **«Пусть все Ваши деньги работают лучше»**.

Таблица 6. Польза от сохранения курса



\* Инвестор приобрел активы в соответствии со структурой распределения за месяц до возникновения кризисной ситуации и сохранял вложения на протяжении 10 лет.

Адаптивная стратегия оценки — собственная методика стратегического распределения инвестиций по активам Citi Private Bank, разработанная группой глобального распределения активов. Уровень риска 3 предполагает цель умеренного приумножения капитала и, во вторую очередь, сохранения капитала; уровень риска 5 ставит целью максимальный долгосрочный рост капитала.

Результаты прошлых периодов не являются гарантией будущих результатов. Фактические результаты могут отличаться.

## Стратегии хеджирования для обеспечения сохранности имеющейся прибыли и управления рисками

Мы понимаем заинтересованность инвесторов в сохранении полученной прибыли после почти десятилетия высокой доходности по многим рискованным классам активов и рынкам. Но это не означает необходимость распродажи и обналичивания инвестиций. Есть другие, более изощренные и грамотные способы смягчить воздействие ценовых колебаний на инвестиционный портфель, которые сочетают защиту прибыли и теоретическую возможность поучаствовать в каком-либо росте на рынке.

Одна из возможностей, которую можно было бы рассмотреть, — это реализация системной стратегии хеджирования. Хеджирование помогает улучшить характеристики рисков портфеля, а следовательно, уменьшить неопределенность. Инвестор, к примеру, может испытывать опасения по поводу высоких долгосрочных оценок стоимости эмитентов, представленных в индексе S&P 500, но он не хотел бы остаться в стороне от потенциального дальнейшего роста стоимости активов. Реализуя стратегию, которая обеспечила бы вознаграждение в случае падения рынка ниже определенного рубежа, инвестор мог бы сохранить позиции по индексу, но ограничить возможные потери. За страховку портфеля придется заплатить, но при среднем уровне рыночной волатильности (или ниже среднего) такое хеджирование может быть выгодным.

Хеджирование помогает улучшить характеристики рисков портфеля, а следовательно, уменьшить неопределенность.

## Формировать устойчивый портфель прямо сейчас

Первый шаг к формированию устойчивого инвестиционного портфеля заключается в анализе распределения Ваших инвестиций на настоящий момент. Специалисты нашей Глобальной инвестиционной лаборатории с удовольствием предоставят Вам отчет, в котором содержится сводная информация о структуре Ваших вложений и расхождении с нашими рекомендациями. Затем менеджеры Citi Private Bank могут совместно с Вами найти подходящие Вам способы диверсификации на мировом уровне. Мы убеждены, что сформированный Вами таким образом устойчивый портфель инвестиций должен стать центральным элементом Вашего финансового благополучия. Но Вы сможете по ситуации использовать открывающиеся инвестиционные возможности вне рамок базовой структуры, о чем речь пойдет в следующем разделе.

*В написании раздела также принимали участие Гасан Абдулаев, Джо Каплан, Пайзан Лимратанамонгкол и Малколм Спиттлер.*

## Пусть все Ваши деньги работают лучше

С декабря 2015 года Федеральная резервная система США уже шесть раз повышала ключевую ставку, в результате чего выросли ставки по краткосрочным обязательствам самой ФРС, коммерческим бумагам и инструментам на базе Libor. Ставки Libor межбанковских трехмесячных заимствований в долларах США сейчас находятся на максимальном за последние десять лет уровне в 2,35%. Если американский Минфин продолжит, как мы предполагаем, ужесточать политику, ставки Libor за полтора года могут прибавить еще 100 базисных пунктов (б. п.) к текущим уровням. Для той части портфелей, где уровень рисков ниже, мы видим много привлекательных возможностей заставить деньги работать в нынешних условиях лучше.

От роста ставок Libor уже выиграли некоторые рынки долговых инструментов с плавающей ставкой — от корпоративных необеспеченных облигаций с преимущественным правом требования до обеспеченных залогом жилой недвижимости ценных бумаг (RMBS), выпущенных не квазигосударственными структурами. Такие инструменты, обычно с более короткой дюрацией, демонстрировали относительную ценовую стабильность в периоды повышенной волатильности процентных ставок. Мы по-прежнему считаем, что такие активы могут служить дополнением к базовому портфелю, обеспечивая стабильную или даже растущую прибыль при сравнительно низкой ценовой чувствительности.

Мы также отдаем предпочтение инвестиционным стратегиям, предполагающим вложения в американские высокодоходные банковские кредиты с переменной ставкой, управление которыми осуществляют сторонние активные менеджеры. Хотя они выпускаются эмитентами с более низкими кредитными рейтингами, такие ценные бумаги, как правило, представляют собой обеспеченные кредиты и в структуре капитала занимают привилегированное положение благодаря преимущественным правам требования. Еще важнее, что их купонные выплаты отталкиваются от ставок Libor по кредитам в долларах США. Наряду с благоприятными фундаментальными характеристиками кредитоспособности корпоративных эмитентов это помогло высокодоходным банковским кредитам показать с начала текущего года лучшие результаты по сравнению как с американскими высокодоходными облигациями, так и с рынком акций.

И все же инвесторам необходимо понимать, что технические факторы способствуют росту ставок Libor и это может отразиться на динамике банковских кредитов. Спред между ставками Libor по трехмесячным и одномесячным заимствованиям расширился. Когда такое происходит, эмитенты в отдельных случаях могут выбрать менее доходный вариант базисной ставки, что в свою очередь приводит к уменьшению денежного потока.

Мы, тем не менее, считаем спред порядка 370 б. п. между высокодоходным банковским кредитом и ставкой Libor по-прежнему привлекательным, в особенности в сравнении со спредами по высокодоходным обязательствам более высокого качества с рейтингом BB.

Активные стратегии сторонних управляющих вряд ли можно назвать инвестицией с по-настоящему плавающей ставкой, но за счет операций на рынке RMBS, выпущенных не квазигосударственными структурами, они также могут оказаться в плюсе в результате повышения ставок по краткосрочным заимствованиям. Созданные посредством объединения различных типов жилищных ипотечных кредитов, RMBS, выпущенные не квазигосударственными эмитентами, характеризуются разным уровнем риска, доходности и способностью генерировать прибыль. Рынок ипотечных бумаг, с которым зачастую ассоциируется мировой финансовый кризис 2008 г., с тех пор стал прозрачнее, а лежащие в его основе риски — существенно более понятными и очевидными. Мы предполагаем, что рынок RMBS, выпущенных не квазигосударственными эмитентами, сохранит относительную изолированность от рынков акций с их повышенной волатильностью.

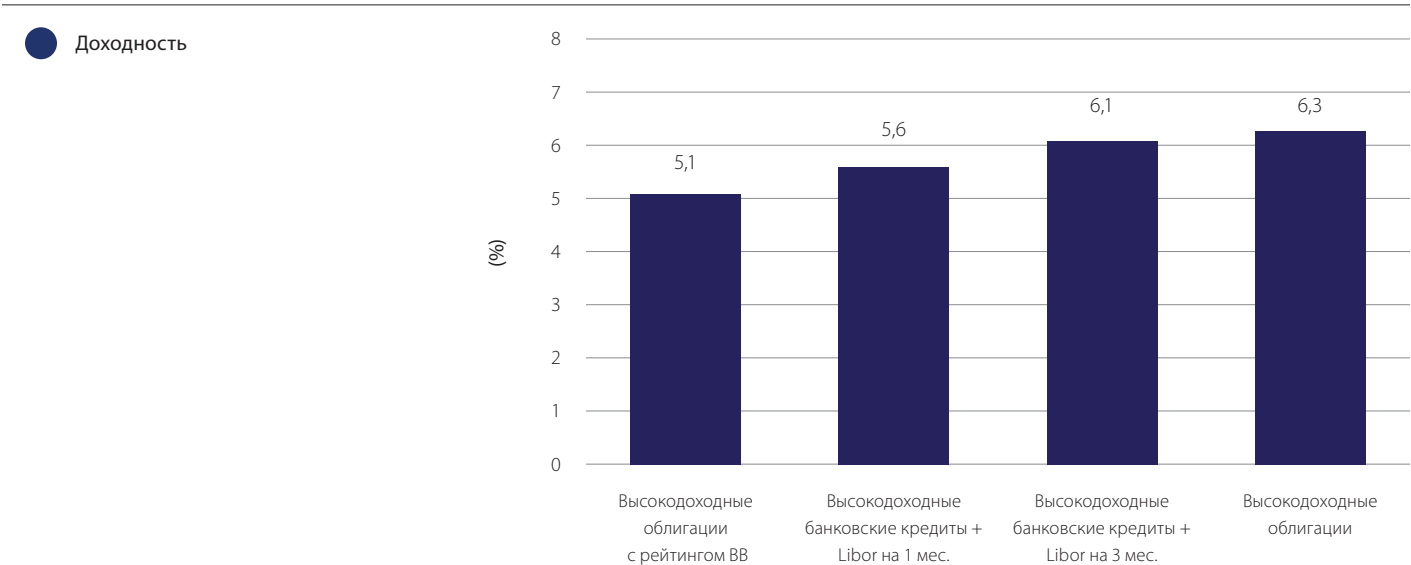
Еще один класс активов, которому на пользу может пойти повышение ставок Libor, — это гибридные ценные бумаги. Американские привилегированные ценные бумаги с комбинированной фиксированной/плавающей ставкой купона предлагают купон с фиксированной на определенный период ставкой, в течение которого эмитент вправе выкупить бумаги по номинальной стоимости. Если они не выкупаются, ставка купона далее рассчитывается по ставке Libor с добавлением установленной премии. В связи с ростом доходности долгосрочных обязательств Министерства финансов США и меньшей стабильностью на рынках акций цены на такие ценные бумаги в последние месяцы упали. Сейчас, когда доходность к первому сроку погашения вернулась на уровень выше 5%, нам представляется привлекательным финансовый сектор США.

В завершение отметим по-прежнему привлекательные для американских налогоплательщиков цены муниципальных долговых бумаг на всей кривой доходности, при этом на долгосрочном участке кривая приобретает более крутой уклон. Ожидается, что нетто-предложение останется незначительным, оказывая давление на коэффициент доходности. Более высокие ставки по краткосрочным обязательствам выглядят привлекательными, и мы бы рекомендовали как купонные выпуски, так и долги с плавающей ставкой. Более короткие выпуски муниципальных обязательств, подлежащие выкупу, также могут обеспечить достаточный уровень прибыли.

Наш комитет по глобальным инвестициям предлагает позиции с избыточным весом в имеющих рейтинг инвестиционного уровня коротких американских инструментах с фиксированной доходностью.



Таблица 9. Высокодоходные инвестиционные возможности



Источники: Haver Analytics, Bloomberg Barclays Indices, S&P, по состоянию на май 2018 года. Используется худший вариант доходности эталонных высокодоходных облигаций и кредитов.  
Динамика за прошлые периоды не является показательной для будущих доходов. Фактические результаты могут отличаться.

На облигации воздействует ряд рисков, включая изменения процентных ставок, кредитный риск и риск досрочного погашения. В условиях повышения преобладающих процентных ставок цены на инструменты с фиксированной доходностью в большинстве случаев снижаются. Инвестиции в облигации сопряжены с кредитным риском: в случае понижения кредитного рейтинга эмитента или ухудшения его кредитоспособности цена на его облигации снижается. Высокодоходные облигации подвержены дополнительным рискам, таким как повышенный риск неисполнения обязательств и более высокий уровень волатильности вследствие более низкого качества выпусков. В довершение, облигации могут быть подвержены риску преждевременного погашения. В условиях снижения процентных ставок эмитент может предпочесть привлечь заемные средства по более низкой процентной ставке и при этом расплатиться по ранее выпущенным облигациям. Как следствие, держатели прежних выпусков облигаций утратят процентные платежи и будут вынуждены реинвестировать на рынке, где преобладающие процентные ставки находятся на более низком уровне по сравнению с условиями изначального инвестирования.

Инвестор не может вложить средства непосредственно в индекс. Динамика индексов приведена исключительно в иллюстративных целях. Результаты прошлых периодов не являются гарантией будущих доходов. Фактические результаты могут отличаться. Все прогнозы лишь выражают определенное мнение, могут изменяться без уведомления и не гарантируют будущие показатели. Зарубежные инвестиции могут быть сопряжены с дополнительным риском, включая внешние, экономические, политические, денежно-кредитные и/или правовые факторы, курсы обмена валют, налоги иностранных государств и различия в стандартах финансовой отчетности и бухгалтерского учета. В случае развивающихся рынков такие риски могут существенно увеличиваться. Инвестирование на международном рынке может подходить не всем инвесторам.

Стратегии, рассматриваемые в настоящем документе, могут подходить не всем инвесторам. Стратегии и услуги, рассматриваемые в настоящем документе, могут предъявлять определенные требования, которые должны быть удовлетворены до фактического инвестирования. Каждый инвестор должен тщательно проанализировать риски, с которыми сопряжены инвестиции, и сделать, исходя из своих собственных конкретных обстоятельств, вывод о соответствии инвестиции задаче инвестора. Продукты и стратегии, рассматриваемые в настоящем документе, сопряжены с риском, и фактические результаты могут отличаться от представленных.



# Ситуативные инвестиционные возможности для дополнения устойчивых портфелей

Ситуативные инвестиции, выходящие за рамки Вашей базовой структуры активов, потенциально могут увеличить Ваши доходы с поправкой на риск.

Мы убеждены, что глобально  
диверсифицированные  
портфели могут выиграть за  
счет ситуативных инвестиций  
более спекулятивного  
характера, направленных  
на увеличение доходов  
с поправкой на риск.

В материале [«Перспективы 2018: ориентиры и возможности»](#) мы показали, что портфель, диверсифицированный географически и по классам активов, в идеале должен стать центральным элементом Вашего финансового благополучия. В разделе [«Формировать устойчивый глобально диверсифицированный портфель прямо сейчас»](#) мы представили дополнительные доводы в пользу долгосрочных инвестиций в таком базовом портфеле. Преимущество глобального портфеля перед портфелем, ориентированным на внутренний для инвестора рынок, заключается в большей рассредоточенности и представленности рынков, которые потенциально могут увеличить отдачу от вложений.

Мы также убеждены, что глобально диверсифицированные портфели могут выиграть за счет ситуативных инвестиций более спекулятивного характера, направленных на увеличение доходов с поправкой на риск. В нашем понимании «ситуативные инвестиции» — это вложения на рынках (сегментах рынка), которые в определенный момент неэффективно оцениваются или не понимаются участниками, а также инвестиции, позволяющие поучаствовать в структурных или циклических изменениях или в новых выпусках. В зависимости от инвестиционных целей клиента и его терпимости к риску в среднерискованном портфеле можно, по нашим расчетам, выделить до 15% на такие ситуативные инвестиции.

На следующих страницах мы обрисует пять стратегий ситуативных инвестиций с различными временными рамками и рисками, которые могут подойти некоторым инвесторам.



## Увеличить долю инвестиций в китайские ценные бумаги

### Класс активов

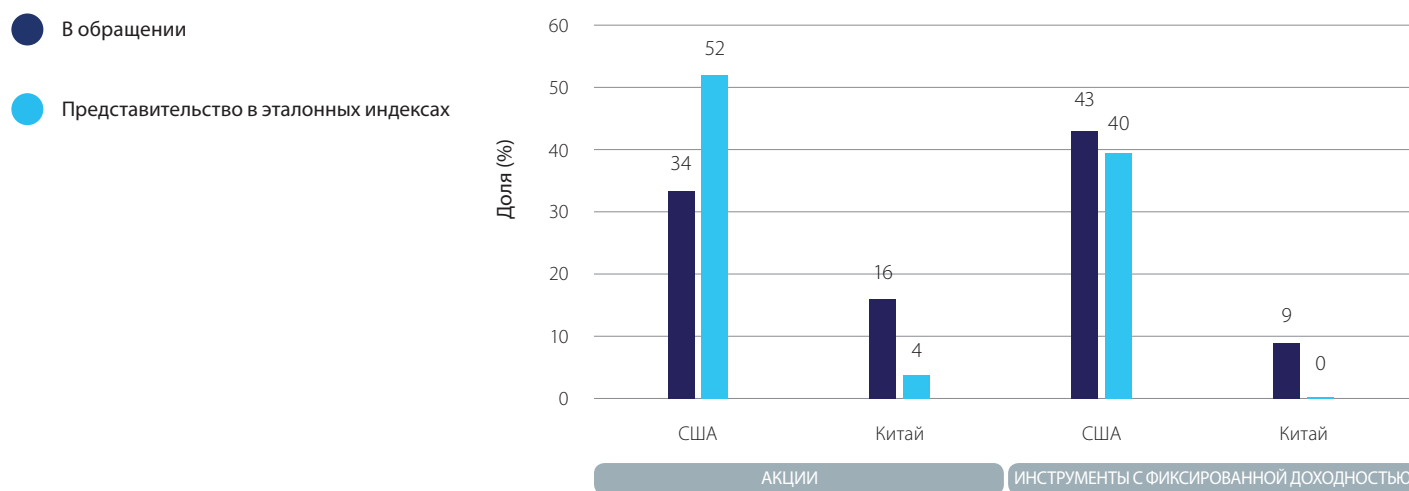
Акции и инструменты  
с фиксированной доходностью

### Горизонт инвестирования

Долгосрочный

- Мы убеждены в хороших долгосрочных перспективах китайской экономики.
- Экономические реформы, повышение дисциплины капитальных вложений и технологические инновации могут обеспечить более высокую по сравнению с ожиданиями отдачу инвестиций на финансовых рынках КНР.
- На долю китайских акций и долговых инструментов приходится 16% и 9% капитализации в мировом масштабе соответственно, но их весовые коэффициенты в основных индексах на данный момент существенно ниже.
- Хотя MSCI и другие составители эталонных индикаторов увеличивают в этом году веса Китая, они по-прежнему далеки от реального представительства, и мы прогнозируем в будущем приток международных фондов в китайские активы.
- Мы видим различные возможности для увеличения долгосрочных вложений в Китае, включая прямое владение ценными бумагами и привлечение активных управляющих.
- Риск: если Китай отступится от своих планов сделать свои финансовые рынки более открытыми для иностранных инвестиций, это может негативно отразиться на нашем оптимистичном прогнозе.

Весовые коэффициенты Китая и США в глобальных индексах



Источник: Всемирная федерация бирж, Bloomberg, Haver Analytics, по состоянию на 5 мая 2018 года. В отношении акций используется индекс MSCI All Country World, в отношении инструментов с фиксированной доходностью — Barclays Multiverse.

Индексы не управляются. Инвестор не может вложить средства непосредственно в индекс. Они представлены исключительно в иллюстративных целях и не отражают результатов какой-либо конкретной инвестиции.

## Вложиться в цифровую инфраструктуру

### Класс активов

Акции, инструменты с фиксированной доходностью, акционерный капитал (прямые инвестиции)

### Горизонт инвестирования

Средне- и долгосрочный

- Активы цифровой инфраструктуры включают центры хранения и обработки данных (дата-центры), вышки беспроводных систем, сети малых сот и оптоволоконные сети, автоматизированные склады и автономные робототехнические средства.
- Цифровые данные стремительно расширяют свое присутствие: 90% данных, обращавшихся в мире в 2017 г., было создано в предыдущие два года.<sup>1</sup>
- Согласно прогнозам, поток данных в сетях мобильной связи за период 2016–2021 гг. возрастет семикратно, что соответствует среднегодовому темпу роста в 46%.<sup>2</sup>
- Спрос на данные со стороны систем искусственного интеллекта, облачных вычислений и виртуальной реальности должен принести пользу разработчикам, владельцам и операторам аппаратных цифровых активов.
- Мы видим потенциал долгосрочной опережающей динамики инвестиций в акционерный капитал владельцев и операторов автоматизированных складских комплексов, производителей автономной робототехники.
- Среди публичных и частных американских и китайских компаний, занятых в сегментах технологических услуг, инфраструктуры, электронной коммерции, можно, по нашему мнению, найти множество фирм, которые должны получить выгоду.
- Риск: неудачными с точки зрения прибыли могут оказаться инвестиции в производителей, сделавших ставку не на ту технологию или серьезно отстающих от своих конкурентов.

Часовые предельные потребности в хранении данных



Данные



Источник: Seagate и Google, по состоянию на 11 мая 2018 года. Один эксабайт равен квинтиллиону байтов. Все прогнозы лишь выражают определенное мнение, могут изменяться без уведомления и не гарантируют будущие показатели.

<sup>1</sup> Десять основных тенденций в маркетинге на 2017 г. (IBM).

<sup>2</sup> Индекс визуальных сетевых технологий Cisco: прогноз и методика расчета, 2016–2021 гг.

# 3

## Найти привлекательные деноминированные в долларах США долговые инструменты с плавающей ставкой купона

### Класс активов

Инструменты с фиксированной доходностью

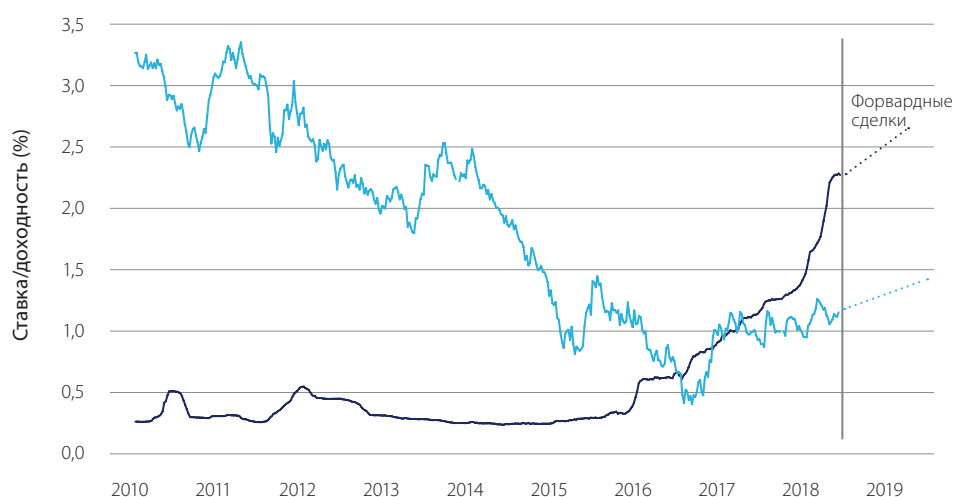
### Горизонт инвестирования

Кратко- и среднесрочный

- Если исходить из прогнозов ФРС США, в течение следующих полутора лет ставка Libor по долларovým заимствованиям на три месяца должна подрасти еще на 1% и достигнуть 3,35%.
- По мере того как ФРС продвигается к поздним стадиям ужесточения своей политики, мы бы предложили позиции с избыточным весом по казначейским обязательствам США на переднем участке кривой доходности, нацеливаясь на привлекательные уровни дохода при низком риске.
- На данный момент трехмесячная ставка Libor уже на 115 б. п. превышает доходность облигаций развитых рынков за пределами США.
- Целесообразно добавить в портфель краткосрочные инструменты денежного рынка, доходность которых с небольшой премией приближается к уровню Libor.
- Мы также рекомендуем более рискованные инструменты с плавающей ставкой, такие как высокодоходные банковские кредиты, и различные структурированные продукты, которые могут принести более значительную премию к ставке Libor без характерной для длинных выпусков облигаций чувствительности к изменению процентных ставок, но с дополнительным риском для самой суммы инвестиций.
- В других валютах такие уровни доходности могут быть недоступными из-за стоимости хеджирования.
- Риск: по нашему мнению, основные риски связаны с возможностью урезания ставок ФРС обратно до нуля в случае новой рецессии.

### Ставки растут

- Ставка Libor по кредитам в долларах США на три месяца
- Доходность государственных облигаций стран «Большой семерки» (не включая США)



Источник: Bloomberg, по состоянию на 5 мая 2018 года. Результаты прошлых периодов не являются гарантией будущих результатов. Фактические результаты могут отличаться. Все прогнозы лишь выражают определенное мнение, могут изменяться без уведомления и не гарантируют будущие показатели. Страны «Большой семерки» включают Канаду, Францию, Германию, Италию, Японию, Великобританию и США.

## В условиях политической неопределенности открыть длинные позиции по волатильности мексиканского песо

### Класс активов

Иностранная валюта

### Горизонт инвестирования

Краткосрочный

- В последние месяцы курс мексиканского песо то снижался, то повышался из-за связанных с внешней торговлей новостей, но после роста доходности десятилетних долговых бумаг США до 3% произошло его существенное ослабление.
- Хотя мексиканская валюта представляется недооцененной, перспективы ее укрепления по отношению к американскому доллару могут зависеть от будущей экономической политики Мехико.
- Сама же экономическая политика будет, скорее всего, определяться тем, кто победит на июльских президентских выборах (см. [«Надежные стратегии в мире сильных и бескомпромиссных лидеров»](#)).
- Мы отдаем предпочтение покупке недорогой страховки на рискованные мексиканские активы: ее можно оперативно монетизировать в случае роста их стоимости по какой-либо причине. Такие операции необходимо провести быстрее ввиду низкой прогнозируемой волатильности песо.
- Риск: такой вариант хеджирования окажется неудачным в случае спокойных выборов без заметного воздействия на финансовые рынки.

Волатильность мексиканского песо по-прежнему оценивается умеренно

● Прогнозируемая волатильность песо на период в один месяц



Источник: Bloomberg, по состоянию на 5 мая 2018 года.



# 5 Купить акции европейских банков и «циклических» компаний

## Класс активов

Акции

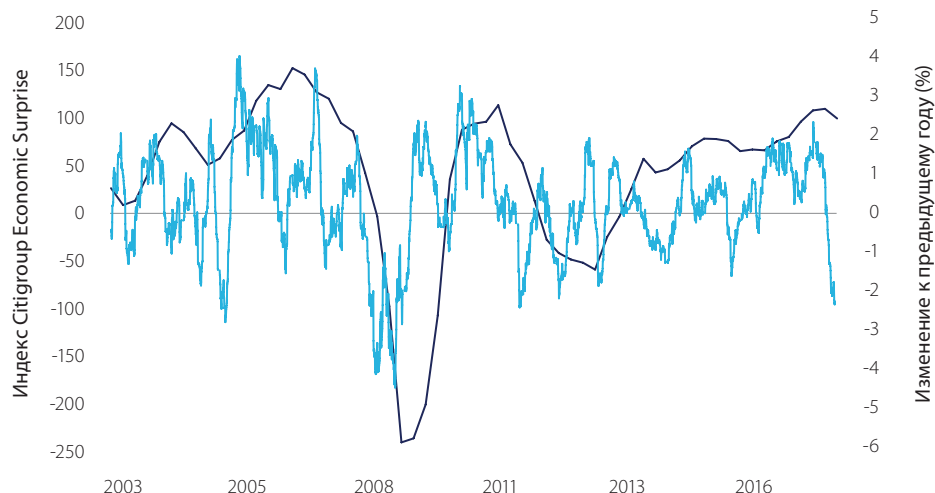
## Горизонт инвестирования

Среднесрочный

- В зоне евро восстановление экономики сильно запаздывает по сравнению с США, при этом не так давно перспективы роста были поставлены — временно, как мы полагаем, — под большое сомнение.
- Хотя уверенность инвесторов пошла на убыль в результате резкого сокращения числа неожиданно позитивных экономических данных, фундаментальные факторы на ближайший год остаются без изменений и благоприятствуют прогнозируемому росту.
- В десяти предыдущих случаях падения индекса Economic Surprise до таких низких значений рынки акций зоны евро обеспечивали среднюю доходность в 18,4% за последующие 12 месяцев. Впрочем, никто не может гарантировать, что и на этот раз сюжет повторится, а прибыль окажется столь же значительной.
- Дивидендная доходность в Европе (не включая Великобританию) на 130 б. п. превышает американские уровни. Заимствования схожим по характеристикам компаниям обходятся на 300 б. п. дешевле, чем американским корпорациям.
- Создается впечатление, что от американского протекционизма больше других пострадают экспортеры из Германии, хотя торговые разногласия касаются главным образом США, Китая и Мексики.
- По коэффициенту P/BV бумаги банков Европы торгуются с более чем 40%-ным дисконтом к акциям американских банков, несмотря на минимальную разницу в рентабельности собственного капитала.
- Хотя полное восстановление банковского сектора зоны евро может занять больше времени, чем потребуется для нормализации настроений, региональные рынки акций готовы, по-видимому, к восстановительному росту.
- Риск: наши доводы могут потерять свою силу, если зона евро испытает внешний удар, а ЕЦБ отступится от оказания помощи легкоранимым правительствам.

Меньше хороших сюрпризов не всегда означает меньше роста

- Индекс Citigroup Economic Surprise (левая ось)
- Изменение ВВП (правая ось)



Источник: Haver Analytics, по состоянию на 5 мая 2018 года. На графике представлен индекс Citigroup Economic Surprise для зоны евро. Определение приводится в глоссарии.

Инвестор обязан удостовериться в том, что отдельно взятая инвестиционная стратегия соответствует его (ее) специфическим инвестиционным задачам и уровню терпимости к риску. Стратегии, рассматриваемые в настоящем документе, могут предъявлять определенные требования, которые должны быть удовлетворены до фактического инвестирования. Каждый инвестор должен тщательно проанализировать риски, с которыми сопряжены инвестиции, и сделать, исходя из своих собственных конкретных обстоятельств, вывод о соответствии инвестиции задаче инвестора. Стратегии, рассматриваемые в настоящем документе, сопряжены с риском, и фактические результаты могут отличаться от представленных.

Зарубежные инвестиции влекут за собой более высокие риски, а также более высокую потенциальную доходность по сравнению с инвестициями в активы США. К таким рискам относятся политические и экономические факторы неопределенности в иностранных государствах, а также риск колебаний курсов валют. Данные риски возрастают в странах с переходной экономикой (развивающиеся рынки) ввиду возможной относительной нестабильности правительств в таких странах и менее сформировавшихся рынков и экономик.

На облигации воздействует ряд рисков, включая изменения процентных ставок, кредитный риск и риск досрочного погашения. В условиях повышения преобладающих процентных ставок цены на инструменты с фиксированной доходностью в большинстве случаев снижаются. Инвестиции в облигации сопряжены с кредитным риском: в случае понижения кредитного рейтинга эмитента или ухудшения его кредитоспособности цена на его облигации снижается. Высокодоходные облигации подвержены дополнительным рискам, таким как повышенный риск неисполнения обязательств и более высокий уровень волатильности вследствие более низкого качества выпусков. В довершение, облигации могут быть подвержены риску преждевременного погашения. В условиях снижения процентных ставок эмитент может предпочесть привлечь заемные средства по более низкой процентной ставке и при этом расплатиться по ранее выпущенным облигациям. Как следствие, держатели прежних выпусков облигаций утратят процентные платежи и будут вынуждены реинвестировать на рынке, где преобладающие процентные ставки находятся на более низком уровне по сравнению с условиями изначального инвестирования.

Риск изменения курсов валют

Курс одной валюты по отношению к другой может снизиться. Стоимость портфеля активов, деноминированных в разных валютах, изменяется в зависимости от курсов обмена валют.

# Глоссарий

## Классы активов

Наличные денежные средства представлены совокупным доходом по государственным облигациям США со сроком обращения три месяца (деноминированные в долларах США именные долговые ценные бумаги, выпущенные Министерством финансов США, со сроком обращения три месяца с фиксированной ставкой купона, являющиеся предметом активных торговых операций на бирже).

Класс активов «сырьевые (биржевые) товары» вмещает сводные индексы драгоценных металлов (GSCI Precious Metals Index), энергоносителей (GSCI Energy Index), промышленных металлов (GSCI Industrial Metals Index) и сельскохозяйственных товаров (GSCI Agricultural Index), отслеживающих результаты инвестирования на различных рынках, а именно на рынке драгоценных металлов (золото, серебро и т. д.), энергоносителей (нефть, уголь и т. д.), промышленных металлов (медь, железная руда и т. д.) и продукции сельского хозяйства (соевые бобы, кофейные зерна и т. д.). В качестве вспомогательных данных за прошлые периоды используются индексы Reuters/Jeffries CRB Spot Price, TR/CC CRB Excess Return, среднее арифметическое цен фьючерсов на сырьевые товары с ежемесячным пересмотром структуры.

В расчет индекса Emerging Market Sovereign включаются облигации, выпущенные странами с развивающейся экономикой, а также корпоративными эмитентами, представляющими такие страны. Индекс не учитывает заимствования у правительства, наднациональных организаций или из частных источников.

Индекс Global Developed Market Equity составляется из рассчитываемых MSCI индексов, отслеживающих акции компаний большой, средней и малой капитализации, которые представляют 23 отдельных развитых рынка, взвешенных по рыночной капитализации данных стран. В каждой стране сводный индекс охватывает приблизительно 95% рыночной капитализации, скорректированной на ценные бумаги в свободном обращении.

Индекс Global Developed Investment Grade Fixed Income составляется из индексов, рассчитываемых Barclays и отслеживающих деноминированные в национальной валюте долговые инструменты с рейтингом инвестиционного уровня, представляющие 20 различных рынков. Сводный индекс включает казначейские обязательства с фиксированной ставкой, связанные с государством облигации и корпоративные и секьюритизированные облигации инвестиционного уровня эмитентов развитых рынков. Индексы рынков США, Великобритании и Японии используются в качестве дополнительных данных за прошлые периоды.

Индекс Global Emerging Market Equity составляется из рассчитываемых MSCI индексов, отслеживающих акции компаний большой, средней и малой капитализации, которые представляют 24 отдельных развивающихся рынка. В каждой стране сводный индекс охватывает приблизительно 85% рыночной капитализации, скорректированной на ценные бумаги в свободном обращении.

Индекс Global Emerging Market Fixed Income составляется из рассчитываемых Barclays индексов, отслеживающих деноминированные в национальной валюте государственные долговые инструменты с фиксированной ставкой 19 развивающихся рынков Латинской Америки, Европы, Ближнего Востока, Африки и Азии. В качестве источника дополнительных данных за прошлые периоды используются индексы iBoxx ABF China Govt. Bond, Markit iBoxx ABF, отслеживающие деноминированные в национальной валюте долговые инструменты Китая.

Индекс Hedge Funds составляется на основе результатов управляющих инвестициями фондов, следующих различным стилям инвестирования в зависимости от подкатегории: HFRI Equity Long/Short (длинные и короткие позиции главным образом по акциям и производным инструментам на акции); HFRI Credit (позиции по корпоративным ценным бумагам с фиксированной доходностью); HFRI Event Driven (позиции по ценным бумагам компаний, которые в настоящее время или в перспективе вовлечены в разнообразные корпоративные сделки); HFRI Relative Value (позиции, обусловленные расхождениями в оценке стоимости различных ценных бумаг); HFRI Multi Strategy (позиции, направленные на реализацию спреда между инструментами со связанной доходностью); HFRI Macro (позиции, основанные на изменении базисных экономических переменных и их влиянии на различные рынки); Barclays Trader CTA Index (сводные результаты действующих программ (Commodity Trading Advisors) со сроком работы не менее четырех лет).

Доходность прямых инвестиций в акционерный капитал (Private Equity) определяется по индексу Developed Market Small Cap Equities с поправкой на низкую ликвидность, концентрацию сектора и более значительный финансовый рычаг.

Индекс Real Estate составляется по результатам всех фондов инвестиций в недвижимость REIT (американских фондов REIT и публичных компаний по операциям с недвижимостью), не обозначенных как Timber REIT (фонд инвестиций в недвижимость из лесоматериалов) или Infrastructure REIT (фонд инвестиций в инфраструктурную недвижимость): индексы NAREIT US REIT, NAREIT Canada REIT, NAREIT UK REIT, NAREIT Switzerland REIT, NAREIT Euro-zone REIT, NAREIT Japan REIT, NAREIT Hong Kong REIT, NAREIT Singapore REIT, NAREIT Australia REIT.

В структуру индекса US High Yield Corporate включаются деноминированные в долларах США высокодоходные облигации, выпущенные компаниями, в стране риска которых используются официальные валюты «Группы десяти». Ценным бумагам должен быть присвоен кредитный рейтинг ниже инвестиционного уровня, а оставшийся до погашения срок должен составлять от одного до нескольких месяцев.

В структуру индекса US Aggregate включаются торгуемые на биржах США облигации, которым присвоен рейтинг инвестиционного уровня, включая ценные бумаги Министерства финансов США, облигации органов исполнительной власти, обеспеченные залогом недвижимости облигации, облигации корпоративных эмитентов и некоторые облигации иностранных эмитентов, торговые операции с которыми осуществляются в США.

## Индексы

Индекс Barclays Multiverse Bond — эталонный широкий индекс деноминированных в различных валютах инструментов с фиксированной доходностью, отслеживающий мировой рынок облигаций. Индекс объединяет индексы Global Aggregate и Global High-Yield, включает ценные бумаги с рейтингом инвестиционного уровня и высокодоходные ценные бумаги во всех валютах, соответствующих установленным критериям.

Прогнозный индекс Cisco Visual Networking — индикатор роста интернета на основе прогнозов аналитиков относительно широкополосных подключений, подписчиков на видеоконтент, мобильных подключений и распространения интернет-приложений.

Индекс Citigroup Euro Area Economic Surprise — индикатор, сопоставляющий фактические данные экономического характера с консенсус-прогнозами рыночных экономистов. Данный индекс измеряет уровень оптимизма относительно состояния и перспектив экономики.

В структуру индекса Stoxx Europe 600 включаются ценные бумаги компаний большой, средней и малой капитализации из 17 европейских стран: Австрии, Бельгии, Чехии, Дании, Финляндии, Германии, Ирландии, Италии, Люксембурга, Нидерландов, Норвегии, Португалии, Испании, Швеции, Швейцарии и Великобритании.

Коэффициент обслуживания задолженности домохозяйств (Household Debt Service Ratio) — это отношение суммы платежей по долгам домохозяйств к совокупному располагаемому доходу; данные публикуются советом управляющих Федеральной резервной системы США. Коэффициент обслуживания задолженности делится на две составляющие части: коэффициент обслуживания задолженности по ипотечным кредитам (отношение совокупных начисленных платежей по ипотечным кредитам за квартал к квартальным совокупным располагаемым личным доходам) и коэффициент обслуживания задолженности по потребительским кредитам (отношение совокупных платежей по потребительским кредитам по графику за квартал к совокупным квартальным располагаемым личным доходам).

В структуру индекса MSCI AC Asia включаются ценные бумаги компаний большой и средней капитализации, представляющие страны с развитыми и развивающимися рынками в Азии. Структура индекса состоит из 967 элементов, благодаря чему в каждой стране индекс охватывает приблизительно 85% рыночной капитализации, скорректированной на ценные бумаги в свободном обращении.

В структуре индекса MSCI All Country World представлены 48 развитых и развивающихся рынков акций. Элементы индекса взвешены по рыночной капитализации.

Индекс MSCI with DM Exposure выводится из своего базового индекса MSCI World. В расчет индекса MSCI World with DM Exposure включаются ценные бумаги эмитентов, занимающих верхние строчки ранжирования и получающих максимальную долю своей выручки в странах с развитыми рынками. Включающий 650 элементов индекс ориентирован на компании, основная часть доходов которых приходится на развитые рынки.

Индекс MSCI Emerging Markets охватывает эмитентов с большой и средней капитализацией, представляющих 24 страны с развивающимися рынками. Структура индекса состоит из 845 элементов, благодаря чему в каждой стране индекс охватывает приблизительно 85% рыночной капитализации, скорректированной на ценные бумаги в свободном обращении.

Индекс MSCI Emerging Markets (EM) Latin America охватывает эмитентов с большой и средней капитализацией, представляющих пять государств с развивающимися рынками в Латинской Америке. Структура индекса состоит из 121 элемента, благодаря чему в каждой стране индекс охватывает приблизительно 85% рыночной капитализации, скорректированной на ценные бумаги в свободном обращении.

Акции европейских компаний представлены индексом MSCI Europe, который охватывает эмитентов с большой и средней капитализацией, представляющих 15 развитых рынков Европы. Индекс охватывает приблизительно 85% капитализации развитых рынков акций Европы, скорректированной на ценные бумаги в свободном обращении.

G10 Citigroup Economic Surprise Index (CESI) — рассчитываемый Citi индекс, охватывающий страны «Группы десяти». Он объективно и в количественном отношении измеряет новости экономического характера. Рассчитывается как взвешенные исторические среднеквадратические отклонения ставших неожиданностью данных в сопоставлении со среднерыночным прогнозом.

Индекс S&P 500 — рассчитываемый агентством Standard & Poor's индекс, взвешенный по капитализации и включающий выборку 500 ведущих компаний в основных отраслях экономики США.

Хотя индекс S&P 500 фокусируется на рыночном сегменте большой капитализации, он охватывает более 80% американского рынка акций и, следовательно, служит идеальным индикатором рынка в целом.

Индексы неопределенности рассчитываются посредством поиска в более чем 2 000 газет в США терминов и материалов, подчеркивающих неопределенность различных событий в области политики. «Не включая внешнюю торговлю» — среднее арифметическое следующих отдельных индексов: денежно-кредитной политики, бюджетно-налоговой политики, налогов, госрасходов, здравоохранения, национальной безопасности, предоставления прав, регулирования, финансового регулирования, задолженности, денежной эмиссии.

## Прочие термины

Адаптивная стратегия оценки (Adaptive Valuation Strategies) — собственная методика стратегического распределения инвестиций по активам Citi Private Bank. Она предназначена для определения подходящей структуры активов для долгосрочных вложений инвестиционного портфеля каждого отдельного клиента.

Доходность с добавочным доходом — норма доходности, учитывающая первоначальную сумму капитала и накопленный за определенный период времени совокупный эффект.

Коэффициент P/BV — отношение текущей цены акции (или капитализации индекса ценных бумаг) к балансовой стоимости (или сумме собственных капиталов). Рассчитывается путем деления цены бумаги на момент закрытия торгов на собственный капитал в расчете на акцию по последнему бухгалтерскому балансу. Низкий коэффициент P/BV может указывать на недооценку компании или индекса, высокий — на переоценку.

Коэффициент Шарпа используется для измерения динамики и поправки на риск. Коэффициент Шарпа рассчитывается путем вычитания безрисковой ставки (равной, например, ставке десятилетних КО США) из нормы доходности портфеля и деления полученной разности на среднеквадратическое отклонение доходности портфеля.

Стратегическое распределение вложений по активам — процесс разработки долгосрочного плана инвестиций посредством подбора акций, инструментов с фиксированной доходностью, наличных денежных средств и иных инвестиций в подходящем сочетании. Стратегическое распределение потенциально может способствовать увеличению доходов от инвестиций и повышению эффективности управления рискам.

Стратегический расчет доходности — прогнозы Citi Private Bank в отношении доходности инвестиций в конкретные классы активов на горизонте в 10 лет. Прогноз применительно к каждому конкретному классу активов составляется по собственной методике, подходящей для данного класса активов. Применительно к долевым классам активов в прогнозировании используется собственная методика, в основе которой лежит расчет стоимости активов и допущение возвращения со временем такой стоимости к долгосрочному тренду. Применительно к классам активов с фиксированной доходностью в прогнозировании используется собственная методика, в основе которой лежат текущие уровни доходности. Применительно к остальным классам активов применяются иные методики прогнозирования. Обращаем внимание, что хедж-фонды, прямые инвестиции в акционерный капитал, недвижимость, структурированные продукты и управляемые фьючерсы относятся, как правило, к низколиквидным инвестиционным инструментам, к ним применяются ограничения в части возможности передачи (переуступки прав) и перепродажи. Стратегический расчет доходности указывается до вычета фактических комиссий и иных расходов клиента. Элементы методики стратегического расчета доходности включают норму доходности различных классов активов, основанную на параметрах соответствующих индексов. Прекращение инвестирования и замещение инвестиций может стать основанием для уплаты клиентом новых комиссий или изменения прежних условий. Динамика за прошлые периоды не является показательной для будущих результатов. Прогнозирование будущих норм доходности с определенностью невозможно. Инвестиции с высокой нормой доходности чаще всего сопряжены с более высокими рисками и более значительными убытками в случае наступления крайне неблагоприятных обстоятельств. Фактическая норма доходности инвестиций (в особенности долгосрочных) может значительно изменяться с течением времени. Такие изменения включают потенциальную потерю основной суммы инвестиций. Инвестор не может вложить средства непосредственно в индекс.

US Libor — эталонная процентная ставка по заимствованиям в долларах США, которую некоторые из ведущих банков мира устанавливают по краткосрочным кредитам друг другу. Libor расшифровывается как London Interbank Offered Rate (Лондонская межбанковская ставка предложения) и служит отправной точкой для расчета процентных ставок по различным кредитам по всему миру.

Волатильность — показатель разброса доходности определенного актива или рыночного индекса. Она отражает величину неопределенности или риска, связанных с масштабом изменений в стоимости актива. Под волатильностью обычно понимается аннуализированное среднеквадратическое отклонение цены актива.

**В любом случае, когда распространение настоящего информационного сообщения («Сообщение») регулируется Комиссией США по торговле товарными фьючерсами (US Commodity Futures Trading Commission, US CFTC), настоящее сообщение представляет собой предложение рассмотреть возможность совершения операции с производными финансовыми инструментами, подпадающей под действие §§ 1.71 и 23.605 Регламента US CFTC, сообразно применимости, но не является обязывающим предложением о покупке (продаже) какого-либо финансового инструмента.**

Настоящее Сообщение подготовлено Citi Private Bank (CPB), бизнес-структурой Citigroup® Inc. (Citigroup). Citi Private Bank предоставляет своим клиентам доступ к широкому спектру продуктов и услуг, доступных через Citigroup, банк и небанковские аффилированные структуры Citigroup по всему миру (совместно Citi). Не все продукты и услуги предоставляются всеми аффилированными структурами и доступны повсеместно.

В США инвестиционные продукты и услуги предоставляются компанией Citigroup Global Markets Inc. (CGMI), являющейся членом Службы регулирования отрасли финансовых услуг (Financial Industry Regulatory Authority, FINRA) и Корпорации защиты инвесторов в ценные бумаги (Securities Investor Protection Corporation, SIPC), а также компанией Citi Private Advisory, LLC (Citi Advisory), являющейся членом FINRA и SIPC. Счета CGMI обслуживаются компанией Pershing LLC, являющейся членом FINRA, Нью-Йоркской фондовой биржи (New York Stock Exchange, NYSE), SIPC. CGMI, Citi Advisory и Citibank, N.A. являются аффилированными компаниями, находящимися под общим контролем Citigroup.

За пределами США инвестиционные продукты и услуги предоставляются другими аффилированными компаниями Citigroup. Услуги управления инвестициями (включая управление портфелем) предоставляются через CGMI, Citi Advisory, Citibank, N.A. и других аффилированных лиц, оказывающих консультационные услуги.

**Настоящее сообщение предоставлено по запросу получателя исключительно в целях информирования и обсуждения. Получатель должен незамедлительно уведомить CPB, если в любой момент времени он/она намерен прекратить предоставление ему/ей такой информации.** Если не указано иное, (i) Сообщение не представляет собой предложение или рекомендацию по покупке или продаже какой-либо ценной бумаги, финансового инструмента или иного продукта либо услуги, а также по привлечению какого-либо фондирования или депозитов, и (ii) не представляет собой предложение, если оно не подпадает под регулирование CFTC (см. выше касательно сообщений, регулируемых Регламентом CFTC), и (iii) не имеет в виду официальное подтверждение какой-либо операции.

Если не указано иное, любая ссылка на аналитический отчет или аналитическую рекомендацию не имеет целью представить отчет во всей его полноте и не считается сама по себе рекомендацией или аналитическим отчетом.

Если иное не указано в явной форме, настоящее Сообщение не принимает в расчет инвестиционные задачи, характеристики риска или финансовые условия какого-либо конкретного лица, а, следовательно, инвестиции, рассматриваемые в настоящем документе, могут подходить не всем инвесторам. Citi не выполняет функции инвестиционного или иного консультанта, доверительного управляющего или агента. Информация, содержащаяся в настоящем Сообщении, не представляет собой исчерпывающее рассмотрение стратегий или концепций, упоминаемых в нем, или налоговое либо правовое консультирование. Прежде чем принять решение об инвестировании, получатели настоящего Сообщения должны получить консультацию у своих собственных налоговых, финансовых, правовых и иных консультантов в отношении рисков и преимуществ любой операции, исходя из своих собственных индивидуальных обстоятельств; они должны принимать такие решения, основываясь исключительно на своих собственных задачах, опыте, характеристиках риска и ресурсах.

Информация, содержащаяся в настоящем Сообщении, основана на доступной неограниченному кругу лиц информации, и ее точность и полнота, хотя она получена из источников, которые Citi признает достоверными, не могут быть гарантированы; такая информация может быть неполной и жатой. Любые допущения или информация, содержащиеся в настоящем Сообщении, представляют исключительно суждение на дату настоящего документа или на любые указанные в нем даты и могут изменяться без уведомления. В той мере, в какой настоящее Сообщение может содержать информацию, касающуюся прошлых периодов, или прогнозную информацию, результаты прошлых периодов не являются ни гарантией, ни индикатором будущих результатов, и будущие результаты могут не соответствовать ожиданиям в силу множества экономических, рыночных и иных факторов. Кроме того, любые прогнозы в отношении потенциального риска или дохода приводятся в иллюстративных целях и не должны рассматриваться как ограничение максимального возможного убытка или прибыли. Любые цены, показатели стоимости или расчеты, приведенные в настоящем Сообщении (кроме указанных как относящиеся к прошлым периодам), представлены исключительно в иллюстративных целях и могут изменяться без уведомления; они не представляют твердые котировки в отношении цены или объема и не отражают стоимость, которую Citi может присваивать ценной бумаге в своем портфеле. Информация, относящаяся к будущим периодам, не указывает на уровень, при котором Citi находится в готовности совершать операции, и может не учитывать все соответствующие допущения и будущие условия. Фактические условия могут существенно отличаться от расчетов, что может отрицательно сказаться на стоимости инструмента.

Точки зрения, мнения и расчеты, изложенные в настоящем документе, могут отличаться от мнений, изложенных иными бизнес-структурами или аффилированными лицами Citi, не отражают прогноз будущих событий, гарантию будущих результатов либо инвестиционное консультирование и могут быть изменены без уведомления в зависимости от рыночных и иных условий. Citi не несет никаких обязательств по актуализации настоящего документа и не берет на себя никакой ответственности за любой убыток (прямой, косвенный либо проистекающий), который может возникнуть вследствие какого-либо использования информации, содержащейся в настоящем Сообщении либо выведенной из настоящего Сообщения.

Инвестиции в финансовые инструменты или иные продукты сопряжены с существенным риском, включая возможный убыток основной инвестированной суммы. Финансовые инструменты или иные продукты, деноминированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям курсов валют, что может отрицательно сказаться на цене или стоимости инвестиций в такие продукты. Настоящее Сообщение не имеет целью идентифицировать все риски или существенные факторы, с которыми может быть сопряжено заключение какой-либо сделки.

Структурированные продукты могут быть крайне неликвидными и подходить не всем инвесторам. С дополнительной информацией можно ознакомиться в документах, посвященных раскрытию информации эмитентом каждого отдельного структурированного продукта, рассматриваемого в настоящем Сообщении. Инвестирование в структурированные продукты ориентировано исключительно на опытных инвесторов, которые готовы и способны нести значительные экономические риски такой инвестиции. Прежде чем вкладывать средства, инвесторы должны тщательно проанализировать и взвесить потенциальные риски.

Внебиржевые операции с производными инструментами (деривативами) сопряжены с риском и подходят не всем инвесторам. Инвестиционные продукты не застрахованы, не гарантированы банком или государством и могут потерять в стоимости. Перед заключением таких сделок Вы должны: (i) удостовериться, что Вы получили и рассмотрели соответствующую информацию, относящуюся к финансовым, экономическим и политическим условиям соответствующих рынков, из независимых и заслуживающих доверия источников; (ii) прийти к заключению, что Вы обладаете необходимыми знаниями и опытом в вопросах финансового, делового и инвестиционного характера, чтобы быть способным оценить соответствующие риски, и что в финансовом отношении Вы способны нести такие риски; и (iii) решить, рассмотрев вышеизложенные пункты, что операции на рынках капитала подходят и соответствуют Вашим финансовым, налоговым, деловым и инвестиционным задачам.

В настоящем материале могут рассматриваться опционы, регулируемые Комиссией США по ценным бумагам и биржам (US Securities and Exchange Commission, SEC). Прежде чем покупать или продавать опционы, Вы должны получить и изучить брошюру Опционной клиринговой корпорации (Options Clearing Corporation) «Характеристики и риски стандартизированных опционов» (Characteristics and Risks of Standardized Options) в действующей редакции. Экземпляр брошюры можно получить по запросу от Citigroup Global Markets Inc. (адрес: 390 Greenwich Street, 3rd Floor, New York, NY 10013) или посредством перехода по следующим ссылкам:

[www.theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf](http://www.theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf) или

[www.theocc.com/components/docs/about/publications/november\\_2012\\_supplement.pdf](http://www.theocc.com/components/docs/about/publications/november_2012_supplement.pdf)



Если Вы покупаете опционы, максимальный убыток равен премии. Если Вы продаете опционы «пут», Вы рискуете всей условной суммой ниже цены исполнения. Если Вы продаете опционы «колл», риск не имеет ограничений. Фактическая прибыль или убыток от любой операции зависит от цены исполнения операций. Цены, использованные в настоящем документе, относятся к прошлым периодам и могут быть неактуальными на момент оформления Вашего приказа. В приведенных примерах не учитываются комиссии и иные транзакционные расходы. Операции с опционами в целом и указанные операции в частности могут подходить не всем инвесторам. Если не указано иное, источником всех графических материалов и таблиц в настоящем отчете является Citi. Ввиду большого значения налогообложения во всех операциях с опционами инвестор, рассматривающий вариант совершения такой операции, должен обратиться за консультацией к своему налоговому консультанту относительно налоговых последствий рассматриваемой операции с опционами.

Ни один из финансовых инструментов или иных продуктов, рассматриваемых в настоящем Сообщении (если иное не утверждается в явной форме), не (i) застрахован Федеральной корпорацией страхования депозитов США или любым иным правительственным органом, или (ii) депозиты либо иные обязательства Citi или гарантированные Citi либо любой иной застрахованной кредитной организацией.

Citi зачастую выступает в качестве эмитента финансовых инструментов и иных продуктов, действует как маркет-мейкер и осуществляет операции по различным финансовым инструментам и иным продуктам от своего лица, и можно предполагать, что Citi оказывает или стремится оказать инвестиционно-банковские и иные услуги эмитенту таких финансовых инструментов и иных продуктов. Составитель настоящего Сообщения мог обсуждать информацию, содержащуюся в нем, с другими лицами в Citi либо вне Citi, и составитель и/или такие другие сотрудники Citi могли предпринять действия на основе данной информации (включая совершение операций по собственным счетам Citi или передачу информации, содержащейся в настоящем Сообщении, иным клиентам Citi). Citi, сотрудники Citi (включая лиц, с которыми составитель мог консультироваться во время подготовки настоящего Сообщения) и иные клиенты Citi могут иметь длинные или короткие позиции по финансовым инструментам и иным продуктам, которые рассматриваются в настоящем Сообщении, могли открыть такие позиции по ценам и на рыночных условиях, которые более не являются актуальными, и могут иметь интересы, отличающиеся от Ваших либо противоречащие Вашим.

Раскрытие информации в силу Циркуляра 230 Налогового управления США (Internal Revenue Service, IRS). Citi и сотрудники Citi не осуществляют предпринимательскую деятельность по оказанию услуг налогового или правового консультирования и не оказывают такие услуги какому-либо налогоплательщику вне Citi. Любое содержащееся в настоящем Сообщении утверждение, имеющее отношение к вопросам налогообложения, не имеет в виду использование и не может быть использовано или взято за основу каким-либо налогоплательщиком для целей избежания налоговых санкций. Любой такой налогоплательщик должен обращаться за консультацией к независимому налоговому консультанту исходя из специфических обстоятельств налогоплательщика.

Ни Citi, ни любое из аффилированных лиц Citi не может принять на себя ответственность за режим налогообложения какого-либо инвестиционного продукта независимо от того, приобретает ли инвестиция трастовой организацией либо компанией, управляемой аффилированным лицом Citi. Citi исходит из допущения, что прежде чем принять на себя какие-либо обязательства по инвестированию, инвестор и (если применимо) его выгодоприобретатели получили такую консультацию по налоговым, правовым и иным вопросам, которую инвестор и/или его выгодоприобретатели считали необходимой, и приняли меры по учету любых подлежащих уплате на законных основаниях налогов на прибыль либо прирост, полученный за счет предоставленного Citi инвестиционного продукта.

Настоящее Сообщение предназначено для использования исключительно назначенными получателями и может содержать информацию, являющуюся собственностью Citi и не подлежащую воспроизведению либо распространению полностью или частично без предварительного согласия Citi. В определенных странах метод распространения может быть ограничен нормативно-правовыми актами. Лица, получившие настоящий документ в свое распоряжение, должны осведомиться о таких ограничениях и соблюдать их. Citi не принимает на себя никакой ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Любое несанкционированное использование, тиражирование или раскрытие настоящего документа запрещено законодательством и может привести к преследованию.

Мнения, изложенные в настоящем документе комитетом по глобальным инвестициям, не представляют собой исследование, инвестиционную консультацию или рекомендацию по совершению операции и не адаптированы к индивидуальным обстоятельствам инвестирования или задачам какого-либо инвестора. Получатели настоящего документа не должны опираться на мнения, изложенные в настоящем документе, или информацию, содержащуюся в нем, в качестве первостепенного основания какого-либо решения относительно инвестирования. Инвесторам настоятельно рекомендуется обратиться за консультацией к своим финансовым консультантам, прежде чем покупать или продавать ценные бумаги.

На облигации воздействует ряд рисков, включая изменения процентных ставок, кредитный риск и риск досрочного погашения. В условиях повышения преобладающих процентных ставок цены на инструменты с фиксированной доходностью в большинстве случаев снижаются. Инвестиции в облигации сопряжены с кредитным риском: в случае понижения кредитного рейтинга эмитента или ухудшения его кредитоспособности цена на его облигации снижается. Высокодоходные облигации подвержены дополнительным рискам, таким как повышенный риск неисполнения обязательств и более высокий уровень волатильности вследствие более низкого качества выпусков. В довершение, облигации могут быть подвержены риску преждевременного погашения. В условиях снижения процентных ставок эмитент может предпочесть привлечь заемные средства по более низкой процентной ставке и при этом расплатиться по ранее выпущенным облигациям. Как следствие, держатели прежних выпусков облигаций утратят процентные платежи и будут вынуждены реинвестировать на рынке, где преобладающие процентные ставки находятся на более низком уровне по сравнению с условиями изначального инвестирования.

Инвестирование на международном рынке может подходить не всем инвесторам. Зарубежные инвестиции могут быть сопряжены с дополнительным риском, включая внешние, экономические, политические, денежно-кредитные и/или правовые факторы, курсы обмена валют, налоги иностранных государств и различия в стандартах финансовой отчетности и бухгалтерского учета. Инвестиции в определенной стране или регионе могут потерять в стоимости в силу неблагоприятных политических событий, финансовых сложностей или стихийных бедствий в такой стране или регионе. Риски инвестирования в странах с переходной экономикой или на развивающихся рынках могут быть существенно выше, чем риски инвестирования на развитых рынках.

Альтернативные инвестиции, которые рассматриваются в настоящем обзоре, несут спекулятивный характер и влекут за собой существенные риски, которые могут включать возможные убытки по причине использования финансового рычага или иных методов инвестиционных спекуляций, недостаточную ликвидность, волатильность доходности, ограничения на перевод процентов в фонде, потенциально недостаточную диверсификацию, отсутствие информации об оценках стоимости и ценообразовании, сложности налоговой схемы и задержки с обработкой налоговой отчетности, менее четкое регулирование и более высокие комиссии по сравнению с паевыми фондами, риск недобросовестного консультирования. Распределение активов не является гарантией получения прибыли или защиты от убытка на снижающихся финансовых рынках.

#### Фонды инвестиций в недвижимость (REITs)

REITs подвержены особым факторам риска, аналогичным рискам, с которыми сопряжено прямое владение недвижимым имуществом. Оценки стоимости недвижимого имущества могут подвергаться воздействию таких факторов, как общее или на местном уровне изменение финансово-экономической ситуации, условий конкуренции и окружающей среды. Инвестирование в REITs может подходить не всем инвесторам. Доходы в форме дивидендов от инвестиций в REITs, как правило, не попадают в категорию квалифицированных дивидендных доходов и, следовательно, не подлежат налогообложению по льготным ставкам. Зарубежные инвестиции могут быть сопряжены с дополнительным риском, включая внешние, экономические, политические, денежно-кредитные и/или правовые факторы, курсы обмена валют, налоги иностранных государств и различия в стандартах финансовой отчетности и бухгалтерского учета.

Ценные бумаги, обеспеченные залогом недвижимости (Mortgage-Backed Securities, MBS), к которым относятся, в частности, обязательства, обеспеченные ипотекой (Collateralized Mortgage Obligations, CMO), также называемые «проводником» инвестиций в недвижимость (Real Estate Mortgage Investment Conduits, REMIC), могут подходить не всем инвесторам. Существует вероятность преждевременной выплаты основной суммы ввиду досрочных погашений ипотечных кредитов, в результате чего может снизиться предполагаемая доходность и возникнуть риск реинвестирования. И наоборот, возврат основной суммы может занять больше времени, чем предполагалось изначальными расчетами в отношении досрочного погашения, в результате чего средняя продолжительность обращения ценной бумаги может возрасти вплоть до зарегистрированной даты погашения (также называется риск затягивания).



Кроме того, существует риск неисполнения обязательств по выплате основной суммы или процентов по базовому активу, которым обеспечены MBS, выпущенные не квазигосударственными структурами. В определенных случаях такое неисполнение обязательств может привести к уменьшению доходов от ценных бумаг и потере основной суммы инвестиции. Более того, недостаточный уровень обеспечения по кредиту может привести к понижению кредитного рейтинга выпуска облигаций, обеспеченных залогом недвижимости, и к повышению вероятности убытка по основной сумме инвестиции и уровня ценовой волатильности. Инвестиции в субординированные MBS сопряжены с более высоким кредитным риском дефолта, чем инвестиции в бумаги того же выпуска с приоритетными правами. Риск дефолта может быть существенным в тех случаях, когда MBS обеспечены относительно небольшой или менее диверсифицированной совокупностью базовых ипотечных кредитов (или получают процентные платежи по такой совокупности).

MBS также восприимчивы к изменениям процентных ставок, которые могут отрицательно повлиять на рыночную стоимость ценных бумаг. В периоды повышенной волатильности может наблюдаться снижение ликвидности и более значительные ценовые движения MBS. Ценовая волатильность может быть обусловлена другими факторами, включая, помимо прочего, досрочные погашения, ожидания досрочных погашений в будущем, вопросы, связанные с кредитным качеством, ценовая динамика базовых активов и изменения технического характера на рынке.

Инвесторам, намеревающимся приобрести MBS, рекомендуется внимательно изучить эмиссионные документы и/или проспект эмиссии, чтобы узнать о рисках конкретных ценных бумаг.

В Гонконге настоящий документ публикуется банком CPB, действующим через гонконгское отделение Citibank, N.A., деятельность которого регулируется Управлением денежного обращения Гонконга (Hong Kong Monetary Authority). Любые вопросы в связи с содержанием настоящего документа следует направлять зарегистрированным или лицензированным представителям указанного выше лица. В тех случаях, когда настоящий документ предоставляется клиентам, операции которых регистрируются в Гонконге и/или управление инвестициями которых осуществляется из Гонконга: никакие иные заявления в настоящем документе не оказывают влияние, с тем чтобы аннулировать, исключить или ограничить какое-либо из Ваших прав или обязательств Citibank в соответствии с применимым законодательством. Гонконгское отделение Citibank, N.A. не имеет намерения полагаться на любые положения, содержащиеся в настоящем документе, которые не соответствуют его обязательствам, предусмотренным Кодексом поведения лиц, лицензированных или зарегистрированных Комиссией по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга (Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission), или которые дают неверное описание фактических услуг, которые должны Вам оказываться.

В Сингапуре настоящий документ публикуется банком CPB, действующим через сингапурское отделение Citibank, N.A., деятельность которого регулируется Монетарным управлением Сингапура (Monetary Authority of Singapore). Любые вопросы в связи с содержанием настоящего документа следует направлять зарегистрированным или лицензированным представителям указанного выше лица.

Лондонское отделение Citibank N.A. (регистрационный номер отделения: BR001018, адрес: Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London, E14 5LB) имеет разрешения на осуществление деятельности Управления контролера денежного обращения США (Office of the Comptroller of the Currency (USA)), которое также осуществляет регулирование деятельности отделения, и Управления пруденциального надзора Великобритании (Prudential Regulation Authority). Деятельность отделения регулируется Управлением по контролю за соблюдением норм поведения на финансовых рынках Великобритании (Financial Conduct Authority) и ограничено регулируется Управлением пруденциального надзора. Подробную информацию о пределах регулирования Управлением пруденциального надзора можно получить у нас по запросу. Контактный телефон лондонского отделения Citibank N.A.: +44 (0)20 7508 8000.

Разрешение на осуществление деятельности Citibank Europe plc выдано Центральным банком Ирландии (Central Bank of Ireland) и Управлением пруденциального надзора. Надзор за деятельностью осуществляется Центральным банком Ирландии, ограниченное регулирование — Управлением по контролю за соблюдением норм поведения на финансовых рынках Великобритании и Управлением пруденциального надзора. Подробную информацию о пределах регулирования Управлением пруденциального надзора и области действия выданного им разрешения, о регулировании Управлением по контролю за соблюдением норм поведения на финансовых рынках Великобритании можно получить у нас по запросу.

Британское отделение Citibank Europe plc зарегистрировано в качестве отделения в реестре акционерных компаний Англии и Уэльса под регистрационным номером BR017844. Его юридический адрес: Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E14 5LB. Номер плательщика НДС: GB 429 6256 29. Регистрационный номер Citibank Europe plc в Ирландии: 132781, юридический адрес: 1 North Wall Quay, Dublin 1. Регулирование деятельности Citibank Europe plc осуществляется Центральным банком Ирландии. Находится в полной собственности Citigroup Inc., New York, USA (США).

Citibank (Switzerland) AG (местонахождение: Prime Tower, Hardstrasse 201, P.O. Box, 8010 Zurich) имеет разрешение Швейцарской службы по надзору за финансовыми рынками (Financial Market Supervisory Authority, FINMA), которая также осуществляет регулирование деятельности.

Женевское отделение Citibank NA Sioux Falls (местонахождение: 16 Quai du General Guisan, PO Box 3946, CH-1211 Geneva 3) имеет разрешение Швейцарской службы по надзору за финансовыми рынками, которая также осуществляет регулирование деятельности.

Цюрихское отделение Citibank NA Sioux Falls (местонахождение: Prime Tower, Hardstrasse 201, P.O. Box, 8010 Zurich) имеет разрешение Швейцарской службы по надзору за финансовыми рынками, которая также осуществляет регулирование деятельности.

На о. Джерси настоящий документ предоставляется джерсийским отделением Citibank N.A. (юридический адрес: PO Box 104, 38 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 8QB). Регулирование деятельности джерсийского отделения Citibank N.A. осуществляется Комиссией Джерси по финансовым услугам (Jersey Financial Services Commission). Джерсийское отделение Citibank N.A. является участником Джерсийской программы компенсации банковских вкладов. Программа предусматривает защиту соответствующих критериям вкладов на сумму не более 50 000 фунтов стерлингов. Размер компенсации ограничивается максимальной суммой в 100 000 000 фунтов стерлингов за любой период в пять лет. Полная информация о программе и банковских группах, подпадающих под ее действие, содержится на сайте Штатов Джерси по адресу [www.gov.je/dcs](http://www.gov.je/dcs) или может быть предоставлена по запросу.

В Объединенных Арабских Эмиратах и Бахрейне Citi Private Bank осуществляет деятельность в составе Citibank, N.A.

В Южно-Африканской Республике поставщик финансовых услуг, FSP 30513.

Citi Private Bank является бизнес-структурой Citigroup, предоставляющей своим клиентам доступ к широкому спектру продуктов и услуг, доступных через банк и небанковские аффилированные структуры Citigroup. Не все продукты и услуги предоставляются всеми аффилированными структурами и доступны повсеместно. В Канаде Citi Private Bank является структурным подразделением Citibank Canada, лицензированного банка Канады из Перечня II. Определенные инвестиционные продукты доступны через Citibank Canada Investment Funds Limited («CICFL»), дочернюю структуру, полностью принадлежащую Citibank Canada. Инвестиционные продукты подвержены риску инвестирования, включая возможную потерю основной суммы инвестиции. Инвестиционные продукты не застрахованы Корпорацией страхования депозитов Канады, Федеральной корпорацией страхования депозитов США или программой страхования депозитов какой-либо юрисдикции и не гарантируются Citigroup или каким-либо аффилированным лицом Citigroup.

Настоящий документ составлен исключительно в целях информирования и не представляет собой предложение о продаже или о покупке каких-либо ценных бумаг какому-либо лицу в какой-либо юрисдикции. Любые инвестиции в любые ценные бумаги, рассматриваемые в настоящем документе, осуществляются исключительно на основе инвестиционного меморандума. Следовательно, настоящий документ не должен быть положен в основу какой-либо инвестиции в такие ценные бумаги и не должен считаться достоверным в связи с ними. В тех случаях, когда любые утверждения излагаются в настоящем документе в отношении продуктов, рассматриваемых в нем, они определяются во всей своей полноте положениями инвестиционного меморандума и иных документов, к ним относящихся. Информация, изложенная в настоящем документе, может быть актуализирована, дополнена, пересмотрена, верифицирована и изменена, и такая информация может изменяться существованием. Прежде чем принять решение об инвестировании, потенциальные инвесторы должны внимательно изучить инвестиционный меморандум и иные относящиеся к нему документы.

Никакие явные или косвенные заверения в отношении данных продуктов не предоставляются, включая, помимо прочего, заверения, касающиеся результатов инвестирования или правового, бухгалтерского, регуляторного и налогового режима инвестирования в какой-либо юрисдикции, которые могли бы иметь отношение к получателю настоящего документа. Настоящий документ, в частности, не был специально составлен для канадских инвесторов, и инвестирование в продукты может быть сопряжено с особыми обстоятельствами и рисками, которые могут оказать существенное влияние на канадского инвестора. При принятии любого инвестиционного решения потенциальным инвестором рекомендуется обратиться за независимой профессиональной консультацией, с тем чтобы иметь понимание всех сопутствующих вопросов и рисков, связанных с данными ценными бумагами.

Citigroup, аффилированные лица Citigroup и любой руководитель, директор, сотрудник, представитель или агент не могут быть привлечены к ответственности за любые прямые, косвенные, побочные, особые или последующие убытки, включая упущенную выгоду, происходящие из использования информации, содержащейся в настоящем документе, в том числе по ошибке, имевшей причиной небрежность или иное.

Невзирая ни на какие положения об обратном, Вы настоящим соглашаетесь, что ни Citigroup, ни какое-либо из аффилированных лиц Citigroup не делают какое-либо заявление и не предоставляют какое-либо заверение, в явной или неявной форме, по вопросам налогообложения в Канаде в отношении операции, будь то в связи с любым представлением операции, Вашим рассмотрением операции, любым обсуждением операции или в ином отношении или в любой момент времени, и ничто в настоящих материалах не представляет и не должно считаться представляющим такое заявление или заверение касательно вопросов налогообложения в Канаде в отношении такой операции.

Использование заемных денежных средств для финансирования приобретения ценных бумаг связано с большим риском по сравнению с покупкой с использованием исключительно наличных ресурсов. Если для покупки ценных бумаг Вы занимаете денежные средства, Ваша обязанность выплатить кредит и уплатить проценты, как предусматривается условиями кредитования, остается неизменной даже в случае снижения стоимости приобретенных ценных бумаг.

CCIFL в настоящее время не является членом и не намеревается стать членом Канадской ассоциации дилеров паевых инвестиционных фондов (Mutual Fund Dealers Association of Canada, MFDA), следовательно, клиенты CCIFL не смогут получить преимущества защиты инвестиций, которые в ином случае произошли бы из членства CCIFL в MFDA, включая покрытие по любой программе защиты инвестиций для клиентов организаций – членов MFDA.

Citi Trust — это коммерческое обозначение целого ряда услуг по трастовому управлению личной собственностью и наследственным имуществом и сопутствующих услуг, оказываемых Citigroup Inc. или аффилированными лицами Citigroup Inc. физическим лицам, семьям и благотворительным организациям по всему миру. Не все продукты и услуги предоставляются всеми аффилированными структурами и доступны повсеместно. В США услуги доверительного управления оказываются клиентам одной из следующих структур: Citibank, N.A., Citicorp Trust South Dakota или Citicorp Trust Delaware, N.A. Клиентам, не являющимся ни резидентами, ни гражданами США, трастовые услуги оказываются одной из следующих структур: Cititrust Private Trust (Cayman) Limited, Cititrust Private Trust Zurich GmbH, Cititrust (Bahamas) Limited, Cititrust (Cayman) Limited, Cititrust (Jersey) Limited, Cititrust (Singapore) Limited, Cititrust (Switzerland) Limited или Citicorp Trust Delaware, N.A. Организации, оказывающие соответствующие услуги, совместно именуются Citi Trust. Cititrust (Jersey) Limited (почтовый адрес: P.O. Box 728, 38 Esplanade, St. Helier, Jersey JE4 8ZT, Channel Islands, номер телефона: +44 1534 608000) имеет лицензию, выданную Комиссией Джерси по финансовым услугам, на осуществление деятельности трастовой компании.

© 2018 Citigroup Inc. Все права защищены. Citi, Citi and Arc Design (Citi с изображением арки) и иные марки, использованные в настоящем документе, являются знаками обслуживания Citigroup Inc. или аффилированных лиц Citigroup Inc., которые зарегистрированы и используются по всему миру.



This is a Russian translation of an English language document that has been prepared on a best-efforts basis. It is provided for your convenience and does not substitute or amend in any way the applicable document in English which is the only official version of this document. In the event of inconsistency between any of the terms of the English language document and this translation, the English version shall prevail. Neither Citibank/Citigroup nor any of their affiliates makes any representation as to the accuracy, reasonableness or completeness of the translation, or accepts liability for any direct or consequential losses arising from its use. Please contact your Private Banker for a copy of the English language document.