



Отдел инвестиционных стратегий

20 февраля 2012 года

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БЮЛЛЕТЕНЬ

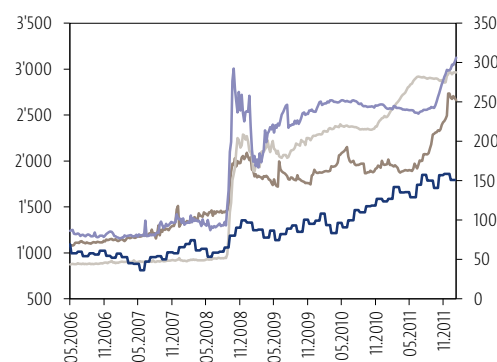
Активная экспансия центральных банков – Что дальше?

Хотя одной из главных задач центральных банков является обеспечение стабильности цен, в последнее время они были вовлечены в наиболее инновационный финансовый эксперимент всех времен — расширение и изменение структуры рисков их балансов. Нам известно, что подобные так называемые операции валютного и кредитного стимулирования оказываются действенными в краткосрочной перспективе, обеспечивая повышение цен на финансовые активы, неэластичные кривые предложения которых делают их весьма чувствительными по отношению к повышению ликвидности. А что можно сказать о реальной экономике? Растущие и более рискованные балансы центральных банков не приведут к заметному экономическому росту и не снизят уровень безработицы и уровней долга, но на более позднем этапе вполне могут вызвать непредвиденные последствия, к которым относятся периоды гиперинфляции, потеря доверия к необеспеченным бумажным деньгам и снижение уверенности в возможностях центральных банков сохранять сильную валюту и стабильные цены.

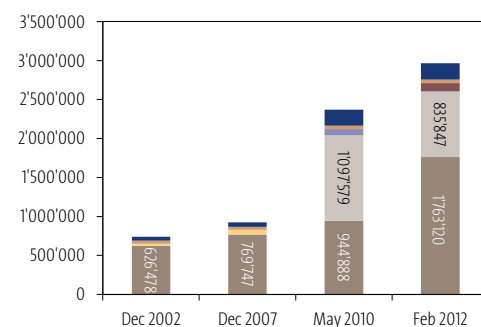
На верхнем рисунке представлена беспрецедентная амплитуда наращивания баланса, проводимого центральными банками во всем мире. Баланс ФРС вырос с 7% ВВП в июне 2006 года до 19% в настоящее время и достиг уровня 2,9 трлн. долларов США. Аналогичным образом, Банк Японии (БЯ) увеличил свой баланс с 16% ВВП до 31%, Банк Англии (БА) — с 25% до 64%, Европейский центральный банк (ЕЦБ) — с 14% до 24%, а Национальный банк Швейцарии (НБШ) — с 23% до 68%. Вместе с тем, наибольшую озабоченность, вероятно, вызывает ухудшение качества баланса, которое сопровождало весь процесс в целом. На нижнем рисунке показано, что задолженность ФРС увеличилась с 626 млрд. в казначейских бумагах США в 2002 году до 1,8 трлн. долларов США в настоящее время, и ценные бумаги, обеспеченные ипотекой (MBS) сегодня составляют 28% ее активов на сумму 836 млрд. долларов США. Конечно, нас заверяют в близких к нулю шансах дефолта по MBS, поскольку их андеррайтерами были «Fannie Mae» и «Freddie Mac», которые опираются на поддержку правительства США, которое опирается на поддержку ... ФРС и ее возможность печатать деньги. Подобного же рода схемы и рискованные балансы можно видеть и в других ведущих центральных банках. ЕЦБ является держателем ценных бумаг резидентов еврозоны на сумму 623 млрд. евро, в том числе государственных облигаций стран PIIGS, приобретенных на вторичном рынке — увеличение на 35% по сравнению с январем 2000 года — а после недавней LTRO еще 868 млрд. евро в форме кредитов и других требований к кредитным учреждениям еврозоны — увеличение на 376% по сравнению с январем 2000 года. В случае дефолта государств по своим обязательствам и последующих убытков ЕЦБ они будут рекапитализированы ... самими государствами, что сделает невозможным для ЕЦБ соблюдение своих регулирующих соглашений, которые запрещают монетизацию долга или печатание денег. В Японии БЯ является держателем японских государственных облигаций, коммерческих бумаг и корпоративных облигаций на 1,3 трлн. долларов США по сравнению с 407 млрд в июне 1999 года. Когда счет текущих операций уйдет в зону дефицита, проводимое БЯ печатание денег начнет оказывать огромное давление на иену.

Вплоть до настоящего времени последствий для реальной экономики практически не существовало, главным образом, из-за резкого падения денежного мультипликатора (в данном случае определяется как отношение широкой денежной массы, M3, к денежной базе), который в США упал с 12,4 в июне 2002 года до чуть ниже 6 в настоящее время, а в еврозоне — с 13 до 7. Масштабное увеличение денежной базы не повлекло за собой приток средств в реальную

Экспансия балансов центральных банков — Совокупные активы



Качество балансов центральных банков — Пример ФРС



Источник рисунков: Федеральная резервная система США, Европейский центральный банк, Банк Японии, Банк Англии, расчеты Lombard Odier.

издается два раза в месяц Lombard Odier

Контакты: Отдел инвестиционных стратегий

Данные по состоянию на 20 февраля 2012 года

CP-PBIS-STRATEGY@lombardodier.com

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Пожалуйста, ознакомьтесь с информацией в конце данного документа

Lombard Odier · Инвестиционный бюллетень · 20 февраля 2012 года

страница 1/3

экономику и ушло в чрезмерные резервы банков, по-прежнему неохотно выдающих кредиты, в то время как весь остальной мир сокращает долю заемных средств, тем самым, ограничивая спрос на кредиты. С июня 2002 года денежная база еврозоны увеличилась на 308% — с годовыми темпами 12,6% — тогда как широкая денежная масса, которая, действительно, отражает деньги в обращении в мире реальной экономики, увеличивалась всего лишь на 6,1% в год. Точно так же, за тот же период денежная база США росла на 15,6%, тогда как широкая денежная масса увеличивалась на 6,1% в год. Реальную экономику пока что не коснулись масштабная искусственная экспансия и искажение балансов центральных банков. Но что произойдет, когда восстановление, в конце концов, наступит, процентные ставки пойдут вверх, скорость обращения денег вернется на обычный уровень, и реальную экономику наводнят бумажные деньги, объем которых не соответствует реальному мировому производству? Экспансию денежной базы необходимо будет повернуть в обратном направлении масштабными, скачкообразными изменениями, если она не должна стимулировать инфляцию. Это неизведанная область для центральных банков, и она создает значительные долгосрочные политические риски.

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Данный документ подготовлен Lombard Odier & Cie или одной из компаний Группы (далее "Lombard Odier"). Он не предназначен для дальнейшего распространения и публикации, а также для использования в странах, законодательство которых запрещает его распространение и публикацию, а также иное применение. Также данный документ не предназначен для распространения среди физических и юридических лиц, получение подобного документа которыми, может противоречить местному законодательству.

Данный документ предоставляется исключительно в информационных целях и не является рекомендацией по покупке или продаже каких-либо ценных бумаг. Он отражает мнение Группы Lombard Odier на момент его публикации. Мнения и оценки, выраженные в данном документе, не учитывают индивидуальные обстоятельства, цели и потребности отдельного инвестора. Данный документ не гарантирует, что инвестиционные стратегии, содержащиеся в нем, подходят отдельному инвестору и учитывают его индивидуальные обстоятельства. Кроме того, инвестиционные стратегии, содержащиеся в документе, не являются индивидуальными рекомендациями инвесторам. Каждый инвестор должен сам сформировать свое собственное мнение относительно ценных бумаг и финансовых инструментов, упомянутых в документе. Прежде чем совершить какую-либо инвестицию или осуществить трансакцию, мы настоятельно рекомендуем каждому инвестору провести профессиональную независимую оценку ее целесообразности с учетом индивидуальных обстоятельств и потенциальных финансовых, правовых и налоговых рисков.

Аналитическая информация, содержащаяся в данном документе, основывается на заслуживающих доверие источниках. Тем не менее, Lombard Odier не гарантирует актуальность, точность и полноту предоставленной информации. Кроме того, Lombard Odier не несет ответственности за возможные потери или прочий ущерб, возникшие вследствие использования информации, содержащейся в данном документе. Вся информация, оценки и цены, представленные в данном документе, могут изменяться без уведомления. Историческая доходность не является гарантией получения прибылей в настоящем или будущем, а инвесторы не застрахованы от убытков.

Стоимость инвестиций в валюту, отличающейся от базовой валюты портфеля, подвержена курсовым рискам. Колебания валютных курсов могут оказать негативный эффект на стоимость инвестиций при обратной конвертации в базовую валюту портфеля.

Ликвидность инвестиций зависит от спроса и предложения. Определенные продукты могут не иметь надежного и устойчивого вторичного рынка. Также в экстремальных рыночных условиях для определенных продуктов крайне сложно определить их стоимость, что приводит к колебаниям цены и трудностям в определении цены активов при продаже.

Швейцария: данный документ опубликован в Швейцарии банком Lombard Odier & Cie Geneva. Органом надзора и регулирования банка является FINMA (Swiss Financial Market Supervisory Authority).

США: данный документ (или его копию) запрещено посылать и ввозить в США, распространять на территории США, а также передавать гражданам США.

Великобритания: законодательство в области защиты частных клиентов на территории Великобритании, а также компенсационные выплаты, предусмотренные британской Программой компенсаций в сфере финансовых услуг (UK Financial Services Compensation scheme) недействительны в том случае, если инвестиционные и прочие услуги предоставляются иностранными лицами.

Публикация данного документа в Великобритании одобрена Lombard Odier Darier Hentsch (UK) Limited (LODH (UK)), Queensberry House, 3 Old Burlington Street, London, W1S 3AB. Деятельность компания LODH (UK) регулируется Управлением по финансовому регулированию и надзору Великобритании, 25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS. Компания LODH (UK) не предоставляет консультационные услуги в области налогов.

Полное или частичное воспроизведение в любой форме, распространение, изменение, а также использование материалов, представленных в данном документе, в любых общественных или коммерческих целях запрещено без предварительного письменного согласия Lombard Odier.

Использование и распространение информации: Lombard Odier предлагает Вашему вниманию очередной выпуск Инвестиционного Бюллетеня. Lombard Odier хотелось бы привлечь Ваше внимание к условиям, связанным с использованием прилагаемого документа. Прилагаемый документ предоставляется Вам исключительно в информационных целях и предназначен только для личного использования. Мы просим Вас при использовании данного документа ссылаться на Lombard Odier исключительно в качестве источника предоставленной информации. Во избежание недоразумений Lombard Odier напоминает, что не несет ответственности за использование Вами материалов документа и за их несоответствие действующему законодательству. Предоставленная информация не является инвестиционной рекомендацией или предложением определенных финансовых услуг, адресованным, в особенности, широкой общественности. Lombard Odier напоминает, что дальнейшее распространение или передача третьим лицам данного документа запрещена без предварительного письменного согласия.

© 2012 Lombard Odier & Cie — Все права защищены.

ШВЕЙЦАРИЯ

Женева

Lombard Odier & Cie

Rue de la Corrairie 11 · 1204 Genève · Suisse

Private Bankers, орган надзора · FINMA.

E-mail: geneva@lombardodier.com

Lombard Odier Asset Management (Switzerland) SA

Avenue des Morgines 6 · 1213 Petit-Lancy · Suisse

Управляющая компания. орган надзора · FINMA.

E-mail: geneva@lombardodier.com

Фрибур

Lombard Odier & Cie, Bureau de Fribourg

Rue de la Banque 3 · 1700 Fribourg · Suisse

E-mail: fribourg@lombardodier.com

Лозанна

Lombard Odier & Cie

Place St-François 11 · 1003 Lausanne · Suisse

E-mail: lausanne@lombardodier.com

Лугано

Lombard Odier & Cie, Agenzia di Lugano

Via Vegezzi 6B · 6900 Lugano · Svizzera

E-mail: lugano@lombardodier.com

Вёве

Lombard Odier & Cie, Agence de Vevey

Rue Jean-Jacques Rousseau 5 · 1800 Vevey · Suisse

E-mail: vevey@lombardodier.com

Цюрих

Lombard Odier & Cie

Utoquai 31 · Postfach 1457 · 8032 Zürich · Schweiz

E-mail: zurich@lombardodier.com

ЕВРОПА

Амстердам

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie (Nederland) N.V.

Weteringschans 109 · Postbus 58007 · 1040 HA Amsterdam · Nederland

лицензия Банка Голландии (De Nederlandsche Bank) на осуществление банковской деятельности, регистрация в бельгийском органе надзора за финансовыми рынками (AFM - Autoriteit Financiële Markten).

E-mail: amsterdam@lombardodier.com

Брюссель

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie (Belgium) S.A.

Avenue Louise 81 · Box 12 · 1050 Brussels · Belgium

Кредитование под надзором Национального Банка Бельгии и Ведомства по финансовым услугам и рынкам Бельгии (FSMA).

E-mail: brussels@lombardodier.com

Гибралтар

Lombard Odier Darier Hentsch Private Bank Limited

Suite 921 Europort · P.O. Box 407 · Gibraltar

деятельность банка регулируется Комиссией по регулированию рынка финансовых услуг Гибралтара (Gibraltar Financial Services Commission · FSC).

E-mail: gibraltar@lombardodier.com

Лондон

Lombard Odier Darier Hentsch (UK) Limited

Queensberry House · 3 Old Burlington Street · London W1S 3AB · England

Компания, предоставляющая услуги по управлению имуществом. Деятельность компании регулируется Управлением по финансовому регулированию и надзору Великобритании (FSA · Financial Services Authority).

E-mail: london@lombardodier.com

Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited

Queensberry House · 3 Old Burlington Street · London W1S 3AB · England

E-mail: london@lombardodier.com

Люксембург

Lombard Odier Darier Hentsch (Belgique) S.A., Succursale de Luxembourg

5, Allée Scheffer · 2520 Luxembourg · Luxembourg

Кредитование под надзором Национального Банка Бельгии и Ведомства по финансовым услугам и рынкам Бельгии (FSMA).

E-mail: luxembourg@lombardodier.com

Мадрид

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie (España) S.V., S.A.

Paseo de la Castellana 66 · 28046 Madrid · España

Инвестиционная компания. Деятельность компании регулируется Национальной Комиссией Испании по надзору за рынком ценных бумаг (CNMV · Comisión Nacional del Mercado de Valores).

E-mail: madrid@lombardodier.com

Lombard Odier Darier Hentsch Gestion (España) SGIC SAU

Paseo de la Castellana 66 · 28046 Madrid · España

Управляющая компания. Деятельность компании регулируется Национальной Комиссией Испании по надзору за рынком ценных бумаг (CNMV · Comisión Nacional del Mercado de Valores).

E-mail: madrid@lombardodier.com

Москва

Lombard Odier & Cie - Representative Office Moscow

Садовническая ул. 82 · 115035 Москва · РФ

E-mail: moscow@lombardodier.com

Париж

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie (France)

8, rue Royale · 75008 Paris · France

Инвестиционная компания. Деятельность компании регулируется Комитетом по кредитным организациям и инвестиционным компаниям (CECEI · Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement).

E-mail: paris@lombardodier.com

Lombard Odier Darier Hentsch Gestion

8, rue Royale · 75008 Paris · France

Компания по управлению инвестиционными портфелями. Компания зарегистрирована

Управлением по финансовым рынкам (Autorité des Marchés Financiers, № GP 01-011).

E-mail: paris@lombardodier.com

Прага

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie - Representative Office Moscow

Praha City Center · Klimentská 46 · 110 02 Praha 1 · Czech Republic

E-mail: prague@lombardodier.com

СРЕДНИЙ ВОСТОК, АМЕРИКА, АЗИЯ, ТИХООКЕАНСКИЙ РЕГИОН

Бермуды

Lombard Odier Darier Hentsch (Bermuda) Limited

Lombard Odier Darier Hentsch Trust (Bermuda) Limited

3rd Floor, Victoria Place · 31 Victoria Street · Hamilton HM 10 · Bermuda

E-mail: bermuda@lombardodier.com

Дубай

Lombard Odier & Cie - представительство

The Fairmont · 25th Floor · Sheikh Zayed Road · P.O. Box 212240 · Dubai · UAE

E-mail: dubai@lombardodier.com

Гонконг

Lombard Odier Darier Hentsch (Asia) Limited

3901, Two Exchange Square · 8 Connaught Place · Central · Hong Kong

E-mail: hongkong@lombardodier.com

Монреаль

Lombard Odier Darier Hentsch (Canada), Limited Partnership

1000 Sherbrooke Street West · Suite 2200 · Montreal (Quebec) · Canada H3A 3R7

E-mail: montreal@lombardodier.com

Нассау

Lombard Odier Darier Hentsch Private Bank & Trust Limited

Goodman's Bay Corporate Centre · West Bay Street · P.O. Box N-4938 · Nassau · Bahamas

E-mail: nassau@lombardodier.com

Сингапур

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie (Singapore) Ltd.

9 Raffles Place · Republic Plaza #46-02 · Singapore 048619

E-mail: singapore@lombardodier.com

Токио

Lombard Odier Darier Hentsch Trust (Japan) Limited

Izumi Garden Tower 41F · 1-6-1 Roppongi, Minato-ku · Tokyo 106-6041 · Japan

E-mail: tokyo@lombardodier.com