



Отдел инвестиционных стратегий

2 апреля 2012 года

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БЮЛЛЕТЕНЬ

Доходность бумаг США: вековая тенденция не нарушена

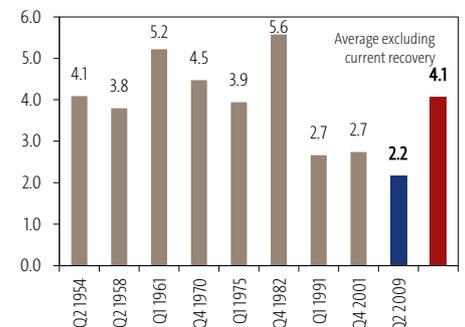
Доходность казначейских облигаций США растет, поднявшись до 2,4% 19 марта, что на 50 базисных пунктов выше их уровня 1,9% на конец 2011 года. Тем не менее, данный факт следует рассматривать не как предпосылки структурного рынка с тенденцией к понижению по облигациям США, а скорее, как краткосрочную консолидацию, которая, по-видимому, подготавливает почву для возможностей покупки.

Более точные недавние данные — параметры уровня занятости — важнейшего экономического индикатора, доверия потребителей или рынка жилой недвижимости — фактически, маскируют существенные недостатки экономики США. В самом деле — и несмотря программу поддержки автомобильной промышленности «деньги за драндулеты», налоговые кредиты для покупателей домов, баланс ФРС в 2,9 трлн долларов США, программу TARP, сокращения ставок налогообложения и продление пособий по безработице — текущее восстановление является самым слабым за последние 60 лет. 2,2% роста реального ВВП в годовом исчислении с начала рецессии в апреле 2009 года сопоставимы с экономическим ростом в годовом исчислении в интервале от 2,2% до 5,6% в первые 3 года подъемов прошлого при среднем значении 4,1% (верхний рисунок). Точно так же, рост реальных расходов на личное потребление в годовом исчислении на уровне 1,8% в течение наблюдаемого цикла был исключительно вялым по сравнению со средним показателем 4,2% для всех подъемов прошлого (первые 3 года), начиная с 1951 года. По состоянию на конец 2011 года реальное потребление в США по-прежнему росло всего лишь на 1,7% в годовом исчислении, что на 51% ниже его среднего за 50 лет, составляющего 3,4% (средний рисунок). Норма сбережений домашних хозяйств США на уровне 4,3% на начало 2012 года попросту слишком низка, чтобы стимулировать устойчивый рост потребления в условиях, когда реальный располагаемый доход вряд ли можно назвать возрастающим (1,4% или почти на 60% ниже его средних темпов роста в 3,3% за прошедшие 50 лет, см. также средний рисунок). В подобных условиях низкого номинального роста реальная стоимость доходов казначейских ценных бумаг США гораздо меньше, чем свидетельствуют показатели прошлого — по нашим моделям в интервале от 2,5% до 3% — а значит, мы довольно далеки от образования спекулятивного «пузыря».

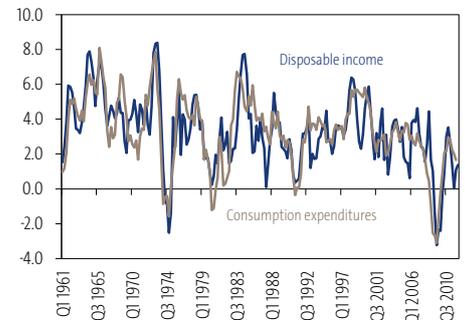
Более того, если судить по динамике спрос-предложение, которая приводится на нижнем рисунке, первичные дилеры (банки) в настоящее время являются основными факторами, определяющими доходность бумаг США. В стремлении существенно снизить долю заемных средств и уменьшить риск по своим балансам они, в значительных масштабах, нарастили свои активы в казначейских бумагах США — еще и потому что другие классы активов не обеспечивают привлекательных стоимостных оценок — что еще более снижает доходность. Поэтому срочные позиции первичных дилеров по государственным ценным бумагам США возросли с чистой короткой позиции в размере 194 млрд долларов США в июле 2007 года до чистой длинной позиции 91 млрд долларов США в настоящее время (нижний рисунок). Несмотря на то, что такая экстремальная чистая длинная позиция, по-видимому, способствует краткосрочной консолидации (наряду с краткосрочным эффектом воздействия дешевой иены и более высокого индекса Nikkei), покупки первичных дилеров должны возобновиться, как только позиции нормализуются, достигнув предельного верхнего значения по доходности.

издается два раза в месяц Lombard Odier
 Контакты: Отдел инвестиционных стратегий
 Данные по состоянию на 2 апреля 2012 года

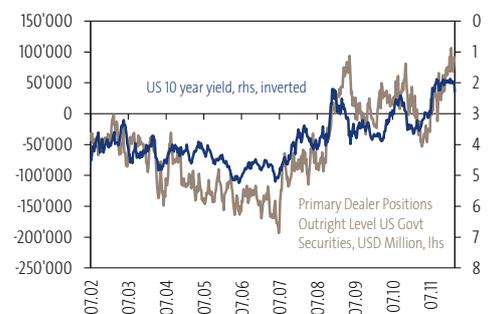
Рост реального ВВП США в годовом исчислении за 3 года после завершения периодов спада



Процент годовых изменений реального располагаемого дохода США и потребительских расходов



Позиции первичных дилеров по государственным ценным бумагам США и доходность по 10-летним бумагам США



Источники рисунков: DataStream, расчеты Lombard Odier

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Пожалуйста, ознакомьтесь с информацией в конце данного документа

Lombard Odier · Инвестиционный бюллетень · 2 апреля 2012 года

CP-PBIS-STRATEGY@lombardodier.com

Что касается иностранного сегмента общей картины спроса, китайские вклады в казначейские бумаги США — в настоящее время составляющие 23% от совокупных иностранных вкладов в долговые обязательства США — за последние 6 месяцев упали на 12%, что с лихвой компенсировалось ростом авуаров Японии на 22% — в настоящее время достигших 21% от совокупных иностранных вкладов. Благодаря этому, совокупный рост вкладов в казначейские бумаги за период составляет 8,2%. С учетом рисков ухудшения экономической ситуации во всем мире мы ожидаем, что иностранный интерес к казначейским ценным бумагам США — по-прежнему рассматриваемым как безрисковые активы, несмотря на ужасающее состояние государственных финансов в США — в течение года вновь возрастет.

Итак, несмотря на то, что в краткосрочной перспективе рост доходности, по-видимому, продолжится, это должно открыть возможности для покупки, как только будет достигнут диапазон 2,5%-3%, что по нашему мнению является справедливой стоимостью в существующей ситуации исключительно низкого номинального роста.

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 & 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