



Отдел инвестиционных стратегий

27 октября 2011 г.

# ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БЮЛЛЕТЕНЬ

## Необходимо, но недостаточно

В результате достигнутых в среду, 26 октября, соглашений, которые приведут к увеличению Европейского стабилизационного фонда до 1 триллиона евро, долг Греции должен быть снижен на 50%, а банковский капитал увеличен на 110 млрд. евро. Это позволит избежать краха банковской системы, однако этих мер недостаточно чтобы устранить структурные причины текущего кризиса.

Кроме явного отсутствия согласования конкретных и детальных мер, особенно в том, что касается увеличения стабилизационного фонда, а также повторения риторических обязательств сделать все возможное, которые мы слышали в последующих заявлениях на саммите, эти предложения не приведут к образованию первичного профицита, необходимого для стабилизации показателей государственного долга, не снизят соотношения собственных и заемных средств банковской системы до более приемлемых значений и не простимулируют частный спрос для компенсации постоянной приверженности политике фискального ужесточения, и окажут несущественное влияние на задолженность Греции.

Если же рассмотреть каждый элемент по отдельности, то станет ясно, что на протяжении всего глобального кризиса было предельно ясно, что капитала в банковской системе было всегда достаточно, но доля рискованного капитала была удручающе высока. В структуре капитала банков слишком много долга и слишком мало реального базового капитала 1 уровня, который, как мы снова увидели в случае с "Dexia" (когда владельцами долговых обязательств сделали исключительно налогоплательщиков), является единственной частью капитала, явно подверженной рискам. Как показано в таблице 1, у "Dexia" коэффициент основного капитала первого уровня превышал минимальное значение в 9%, банк следовал рекомендациям Европейской ассоциации банков по сбору дополнительных 106 млрд. евро, но очень быстро обанкротился. Почему? Да потому что в его распоряжении было 7 млрд. реального базового капитала первого уровня против почти 570 млрд. евро реальных активов. Кредитное плечо в 50 раз превышало рискованный капитал. Последние предложения касаются, в основном, сомнительных мер по поддержанию ликвидности банков, по-прежнему оставляют налогоплательщиков в структуре капитала банка и практически не содержат ничего стоящего, что бы снизило кредитное плечо банков еврозоны с 26-кратного превышения реального базового капитала 1 уровня до более приемлемого, на наш взгляд, 15-кратного уровня. Если коэффициент основного капитала первого уровня свыше 10% не спас "Dexia", почему мы должны быть уверены, что этот коэффициент, превышающий 9%, спасет какой-нибудь другой банк?

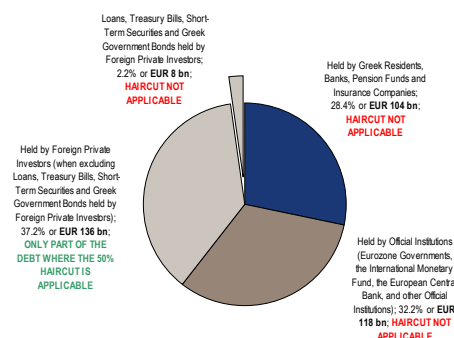
Во-вторых, снижение на 50% долга Греции – на бумаге выглядит несомненно, чем является в действительности. На конец июля 2011 г. долг Греции составлял 370 млрд. евро, из которых около 30% принадлежало банкам, страховым компаниям и пенсионным фондам страны, в то время как примерно одна треть (скорее всего, намного больше после последнего транша официальной помощи) принадлежало официальным учреждениям (ЕЦБ, МВФ и правительствам еврозоны), а 40% – иностранным частным инвесторам. Так как принадлежащая официальным

**Таблица 1: Результаты стресс-тестов, проведенных Европейской ассоциацией банков в 2011г.**  
Несущественно!

Bank	CT1 2012 Stress	CT1 2012 Stress (with additional measures)	CT1 2010 Stress
Dexia	10.4%	10.4%	12.1%
Novdea	9.5%	9.5%	8.9%
BBVA	9.2%	10.2%	8.0%
Intesa	8.9%	9.2%	7.9%
ING	8.7%	8.6%	9.6%
Crédit Agricole	8.5%	8.5%	8.2%
HSBC	8.5%	8.5%	10.5%
Santander	8.4%	8.9%	7.1%
BNP	7.9%	7.9%	9.2%
Barclays	7.3%	7.3%	10.0%
Société Générale	6.6%	6.6%	8.1%
Deutsche Bank	6.5%	6.5%	8.8%
Banco Popolare	5.7%	6.2%	5.8%

### Номинальная стоимость непогашенного государственного долга Центрального Банка Греции

В совокупности 366 млрд. евро на конец июля 2011 г.,  
Источник: Расчет Vox, LO



Источник: стресс-тесты Европейской ассоциации банков

издается два раза в месяц Lombard Odier Darier Hentsch  
Контакты: Отдел инвестиционных стратегий  
Данные по состоянию на 27 октября 2011 г.

#### ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Пожалуйста, ознакомьтесь с информацией в конце данного документа

Lombard Odier · Инвестиционный бюллетень · октябрь 2011 г.

CP-PBIS-STRATEGY@lombardodier.com

учреждениям доля будет полностью погашена, она исключается из сокращения. Это приведет к снижению долга по кредитам, предоставленным греками и частными иностранными агентами: понесенные в стране убытки потребуют дополнительной государственной помощи пенсионным фондам и банкам, поэтому от этих убытков практически никакой пользы. Поэтому снижение на 50% (при условии, что оно будет осуществлено полностью, в чем имеются большие сомнения ввиду провала предыдущего соглашения) долга перед иностранными частными инвесторами позволит снизить долг Греции примерно на 70 млрд. евро или менее чем на 20% от общей суммы задолженности (см. диаграмму ниже). Поэтому такое снижение долга на 50% будет иметь незначительное влияние на коэффициент долг/ВВП, который, в любом случае, будет постепенно расти до тех пор, пока у Греции сохраняется существенный дефицит первичного бюджета. Так как правительство страны продолжает придерживаться жесткой фискальной политики, а убытки, возложенные на греческих инвесторов, вряд ли можно рассматривать в качестве стимулирующего фактора, оптимистические прогнозы по снижению коэффициента долг/ВВП до 120% в ближайшие годы представляются нам, честно говоря, весьма сомнительными, как и все сделанные ранее прогнозы.

И, наконец, увеличения Европейского стабилизационного фонда до 1 триллиона евро недостаточно для устранения потенциальной угрозы. В течение следующих 2 лет в целях финансирования периферийных стран еврозоны потребуется порядка 1,3 трлн евро. Отсутствует четкая информация о том, как будет увеличен и использован существующий Европейский стабилизационный фонд. Увеличение стабфонда будет выглядеть как кредитование самих себя правительствами еврозоны, которые и так уже имеют большие долги, для страхования себя от убытков и улучшения своей воспринимаемой платежеспособности.

В конечном итоге проблема еврозоны – это слишком высокая задолженность (государственный долг, причем не только в Греции, и негосударственная задолженность, особенно у Испании) и слишком низкий потенциал роста. Так как очевидно, что страны с проблемами задолженности не могут одновременно сокращать расходы и обеспечивать экономическое процветание, так как частный спрос не может возрасти до такого уровня, чтобы компенсировать падение государственного спроса, а потенциал роста таких стран недостаточен для того, чтобы выпутаться из существующих проблем, единственным выходом является существенная и широкомасштабная реструктуризация долга. Инвесторы должны задаться вопросом: приведут ли эти меры к более высоким темпам экономического роста в еврозоне? Приведут ли эти меры к стабилизации или снижению коэффициентов платежеспособности? Упрочат ли эти меры банки? Или же это повторное заклеивание дыр пластырем? Если, как нам кажется, на первые вопросы ответ "нет", а на последний – "да", то по-прежнему остаются причины соблюдать осторожность.

---

## ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Данный документ подготовлен Lombard Odier Darier Hentsch & 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 Darier Hentsch & 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 хотело 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.

© 2011 Lombard Odier Darier Hentsch & Cie – Все права защищены.

## ШВЕЙЦАРИЯ

### Женева

#### Lombard Odier Darier Hentsch & Cie

Rue de la Corraterie 11 · 1204 Genève · Suisse

*Private Bankers, орган надзора - FINMA.*

#### Lombard Odier Asset Management (Switzerland) SA

Avenue des Morgines 6 · 1213 Petit-Lancy · Suisse

*Управляющая компания. орган надзора - FINMA.*

### Фрибур

#### Lombard Odier Darier Hentsch & Cie, Bureau de Fribourg

Rue de la Banque 3 · 1700 Fribourg · Suisse

### Лозанна

#### Lombard Odier Darier Hentsch & Cie

Place St-François 11 · 1003 Lausanne · Suisse

### Лугано

#### Lombard Odier Darier Hentsch & Cie, Agenzia di Lugano

Via Vegezzi 6B · 6900 Lugano · Svizzera

### Вёве

#### Lombard Odier Darier Hentsch & Cie, Agence de Vevey

Rue Jean-Jacques Rousseau 5 · 1800 Vevey · Suisse

### Цюрих

#### Lombard Odier Darier Hentsch & Cie

Utoquai 31 · Postfach 1457 · 8032 Zürich · Schweiz

## ЕВРОПА

### Амстердам

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

"Weteringspoort" 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

### Гронинген

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

Westerhaven 13 · 9718 AW Groningen · 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).*

### 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

### 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 Darier Hentsch & 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

### Дубай

#### Lombard Odier Darier Hentsch & Cie - представительство

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

### Гонконг

#### Lombard Odier Darier Hentsch (Asia) Limited

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

### Монреаль

#### Lombard Odier Darier Hentsch (Canada), Limited Partnership

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

### Нассау

#### Lombard Odier Darier Hentsch Private Bank & Trust Limited

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

### Сингапур

#### Lombard Odier Darier Hentsch & Cie (Singapore) Ltd.

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

### Токио

#### Lombard Odier Darier Hentsch Trust (Japan) Limited

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