



Отдел инвестиционных стратегий

23 марта 2012 года

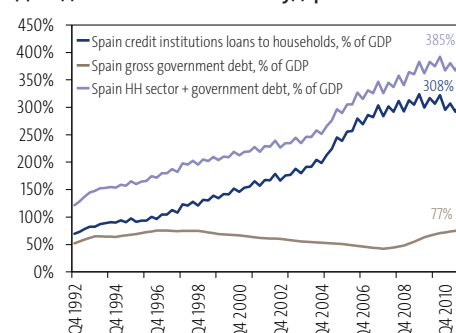
## ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БЮЛЛЕТЕНЬ

### После Греции

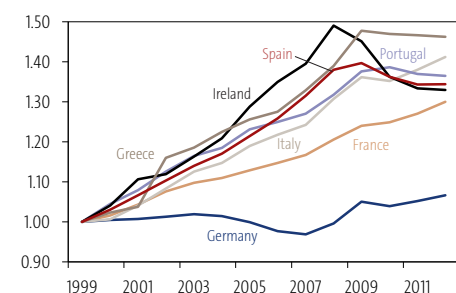
Пакеты экстренной финансовой помощи в 240 млрд евро и два года переговоров привели к разрешению кризиса в Греции. Под «разрешением» понимается, что в рамках довольно сомнительных допущений в 2020 году отношение долга страны к ВВП должно упасть до 120%. В самом деле, в недавнем анализе экономической приемлемости долга предполагается, что Греция в 2014 году обеспечит первичный профицит в размере 4,5%, что намного превышает максимальный первичный профицит 3,5%, достигнутый в стране с 1960 года (среднее составляло -1,1%, а медиана была -0,7%). Поэтому у нас нет никаких сомнений в том, что в ближайшем будущем Греция вновь окажется за столом переговоров, но в настоящий момент мы предпочитаем сосредоточиться на других нестабильных государствах еврозоны, в частности, Испании и Италии, экономический вес которых затмевает Грецию.

В то время как государственный долг Италии находится на уровне 120% ВВП, первичное сальдо страны демонстрирует 1,8%-ный профицит, скорректированный с учетом циклических колебаний, а кредиторская задолженность сектора домашних хозяйств составляют «всего лишь» 180% ВВП. При этом для решения своих долговых проблем правительство Италии обнародовало планы жестких мер, в которых большинство ограничительных мер связаны с увеличением налогов, причем лишь треть обеспечивается за счет снижения расходов, что ставит под вопрос способность выстоять и без того уже анемичной экономики. С другой стороны, Испания по-прежнему добивается приемлемых уровней государственного долга (77% ВВП), но демонстрирует значительный дефицит своего циклически скорректированного первичного сальдо на уровне -2,7%, и за последнее десятилетие столкнулась с резким скачком задолженности своего сектора домашних хозяйств, что в III кв. 2011 года обеспечило суммарный долг домашних хозяйств и государства на уровне 385% (см. верхний рисунок). На среднем рисунке показано, насколько неконкурентоспособными стали страны блока PIIGS с момента введения евро: сравнительная конкурентоспособность Испании и Италии относительно Германии ухудшилась на 28% и 35%, соответственно. Поскольку внешняя девальвация за счет более слабого евро невозможна, им придется прибегнуть к внутренней девальвации. По данным индекса Всемирного банка Испания нуждается в гораздо большей гибкости своего рынка рабочей силы, а рейтинг Италии в плане эффективности органов государственного управления находится на столь же низком уровне, как и у Греции. И совсем немного негативной информации будет достаточно, чтобы вызвать катастрофу в Испании и Италии: доходность 10-летних бумаг находится на уровне 5% — без всякой надежды на значительное понижающее давление с учетом прецедента, созданного ретроактивным приоритетом ЕЦБ по долгу Греции, который отбивает охоту у инвесторов держать долговые обязательства PIIGS наряду с ЕЦБ — в свете чего можно ожидать огромного давления, связанного с рефинансированием, причем срок погашения 10% совокупного долга Италии наступает в первой половине 2012 года. Более того, нарастает утечка депозитов «овернайт» (с июня 2010 года в странах блока PIIGS снижение на 129 млрд евро), банковская система слишком велика и распоряжается слишком большой долей заемных средств — причем консолидированные активы составляли 327% ВВП в Испании, 240% в Италии, а заемные средства в 20 раз превышали материальный обыкновенный собственный капитал — и, наконец, в Испании по-прежнему в значительной мере сохраняются вздутые цены на жилую недвижимость.

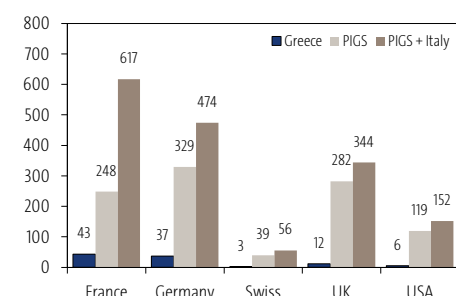
#### Долг домашних хозяйств и государства в Испании



#### Удельные издержки на рабочую силу в экономике в целом, данные ОЭСР



#### Совокупная банковская открытая позиция по отношению к блоку PIIGS по странам, млрд долл. США, III кв. 2011 года, данные БМР



Источники рисунков: DataStream, расчеты Lombard Odier

издается два раза в месяц Lombard Odier  
Контакты: Отдел инвестиционных стратегий  
Данные по состоянию на 23 марта 2012 года

CP-PBIS-STRATEGY@lombardodier.com

#### ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Пожалуйста, ознакомьтесь с информацией в конце данного документа

Lombard Odier · Инвестиционный бюллетень · 23 марта 2012 года

страница 1/3

К сожалению, если не ограничить цепное распространение на Испанию и Италию — это может произойти уже в 2013 году, после того как операций LTRO будет достаточно для обеспечения потребностей в рефинансировании на 2012 год, но не хватит на последующие потребности — из нижнего рисунка становится очевидным, кто следующий на очереди: открытая позиция банков Франции по отношению к блоку PIIGS составляет 617 млрд евро (24% ВВП), а у банков Германии — 474 млрд евро (14% ВВП). Каким бы ни был ход событий (коллапс еврозоны из-за цепного распространения от Греции на Португалию, Италию и Испанию и, в конечном счете, на Францию и Германию или внешняя девальвация), кризис еврозоны вовсе не закончен, и значительное обесценение евро в определенный момент в будущем вполне вероятно.

---

## 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

### Фрибург

#### 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