



Отдел инвестиционных стратегий

15 сентября 2011 года

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БЮЛЛЕТЕНЬ

Забудьте о ликвидности — обменивайте долг на акции

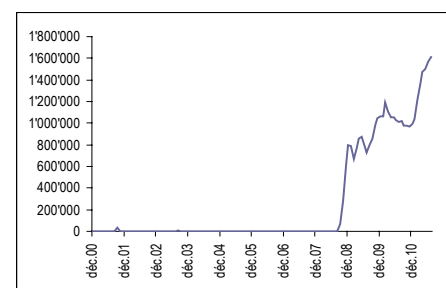
Несмотря на общепризнанный провал QE2, нас не удивит, если рано или поздно ФРС запустит очередную программу количественного смягчения, которую мы, вероятно, могли бы назвать QE3. Если это действительно произойдет, то, по нашему мнению, станет еще одной серьезной ошибкой. С учетом наличия 1,7 трлн долл. США избыточных резервов денежной массы (см. верхний рисунок), и того, что в нормальной ситуации этот показатель должен составлять порядка 2 млрд долл. США, и, как следствие, возможностей предоставления дополнительного кредитования на 11 трлн долл. США, никак нельзя говорить об ограниченности ликвидности в экономике США. К тому же отрицательные реальные процентные ставки подтверждают, что ожидания в отношении инфляции уже достаточно высокие, в связи с чем ФРС едва ли стоит перед угрозой дефляции. Поэтому в условиях такого наплыва ликвидности и отсутствия риска дефляции QE3 не является адекватной мерой финансовой политики. Но что действительно остро необходимо в такой ситуации — это коренная реструктуризация долга.

Совокупная задолженность на кредитном рынке США составляет 53,5 трлн долл. США, или 354% ВВП, что ненамного ниже максимума в 380%, зарегистрированного в марте 2009 года. 11 трлн долл. США, или 20% этого долга, приходится на задолженность домашних хозяйств по ипотечным кредитам. На нижнем графике представлена разница между стоимостью жилищных активов сектора домашних хозяйств и стоимостью соответствующей ипотечной задолженности. У сектора домашних хозяйств США 4 трлн долл. США ОТРИЦАТЕЛЬНЫХ активов, и, что не удивительно, учитывая полное отсутствие мер, направленных на решение проблем платежеспособности, по сравнению с низшей точкой финансового кризиса ситуация не улучшилась. В экономике, где на долю потребления приходится 72% ВВП, столь значительное отрицательное значение чистой стоимости активов физических лиц является неустраняемым препятствием для экономического роста. Если количественное смягчение приведет лишь к временному росту цен на активы и к искажениям в распределении ресурсов, но при этом никак не повлияет на решение основного вопроса задолженности, «акционирование» долга стало бы шагом к устойчивому снижению доли заемных средств, столь необходимому для восстановления потребления, роста и занятости.

Для стабилизации отношения государственного долга США к ВВП на уровне порядка 100% потребуется долговременное ужесточение налогово-бюджетной политики в размере примерно 7% ВВП, которое приведет к значительному снижению текущего спроса и (если не будут приняты компенсирующие меры по стимулированию спроса частного сектора) вгонит экономику в своего рода нестабильную нисходящую спираль, что сегодня можно наблюдать во многих европейских странах. В таких условиях коэффициенты задолженности в действительности повышаются, а проблемы платежеспособности усугубляются! Как показано в исследовании Альберто Алесины «Бюджетная корректировка: уроки новейшей истории» (Alberto Alesina, "Fiscal Adjustment: lessons from recent history", Harvard, April 2010), сокращение текущих государственных расходов, обусловленное ужесточением налогово-бюджетной политики, приводит

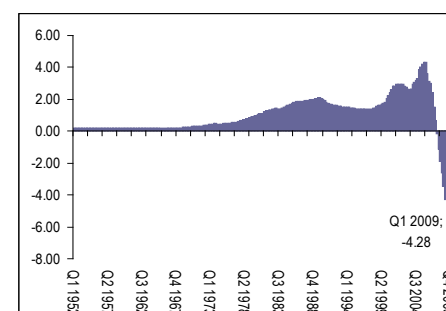
Избыточные резервы банков США, депонированные в ФРС

(млн долл. США)



Сектор домашних хозяйств США: разница между жилищными активами и задолженностью по ипотечным кредитам на дома

(трлн долл. США)



Источник: DataStream, Bloomberg, расчеты Lombard Odier

издается два раза в месяц Lombard Odier Darier Hentsch
Контакты: Отдел инвестиционных стратегий

CP-PBIS-STRATEGY@lombardodier.com

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Пожалуйста, ознакомьтесь с информацией в конце данного документа

Lombard Odier · Инвестиционный бюллетень · Сентябрь 2011 г.

страница 1/3

к уменьшению ожидаемого будущего налогового обязательства частного сектора, уменьшению вероятности риска дефолта и снижению стоимости капитала, которые ведут к повышению частного спроса и уменьшению коэффициентов задолженности, только тогда, когда частные хозяйствующие субъекты могут «ликвидировать разрыв» между более низкими текущими и более высокими будущими/постоянными доходами посредством компенсационного леввериджа. До тех пор пока сектор домашних хозяйств не будет освобожден от разрушительного бремени текущего ипотечного долга, нельзя себе представить, что этот разрыв будет ликвидирован, и меры, принимаемые для решения вопросов платежеспособности государства, только ухудшают положение дел: правительство попало на «уловку-22». Если говорить о Европе, то ее основная проблема та же, что и у США. Испания, например, мало чем отличается от США, и ей необходимо осуществить аналогичный процесс обмена долга на акции, с тем чтобы разорвать нерасторжимый круг ужесточения финансово-кредитной политики/замедления экономического роста/усугубления проблем платежеспособности. Вместе с тем, помимо вопросов структурной платежеспособности, стоящих перед большинством правительств, европейские банки располагают весьма ограниченными резервами в случае (к сожалению, весьма вероятном) убытков или даже дефолтов по суверенным обязательствам. При любых обоснованных ответных мерах политики рекапитализация европейских банков представляется неизбежной.

С учетом того что наш «флюгер» показывает высокую вероятность рецессии в США и что платежеспособность многих правительств (в основном европейских, но не только) стоит под вопросом, не говоря уже о проведении провальной политики в области ликвидности вместо активной политики повышения платежеспособности, мы по-прежнему будем занимать оборонительные позиции. Для того чтобы наш прогноз доходности рынков акций улучшился, нам потребуется какой-нибудь слабый намек на то, что чрезмерную задолженность физических лиц, которая до сих пор была защищена от реструктуризации под давлением медленно надвигающейся неплатежеспособности по суверенному долгу, намерены реструктурировать. Пока же мы сохраняем наши оценки, согласно которым курсы акций будут ниже рынка, цена на золото — выше рынка, а долгосрочные государственные облигации останутся рискованным активом.

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 транзакцию, 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 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.

© 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