



Отдел инвестиционных стратегий

Декабрь 2011 года

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БЮЛЛЕТЕНЬ

Могут ли еврооблигации или ЕЦБ спасти положение?

Недавний провал аукциона по размещению облигаций Германии и скоординированная интервенция центральных банков с целью не допустить сокращения мировой ликвидности стали еще одним предупредительным сигналом о том, что время для действий, имеющееся в распоряжении политиков зоны евро, уходит. Какие варианты остались у них в преддверии саммита ЕС, который состоится в конце этой недели?

В последнее время обсуждаются две меры:

1. усиление налогово-бюджетной интеграции путем выпуска еврооблигаций и
2. более активное участие ЕЦБ, призванное ограничить доходность по суверенным обязательствам.

Первый вариант – еврооблигации – только что рассматривался Европейской комиссией (ЕК) в консультационном документе¹. В соответствии с наиболее реальным предложением ЕК2, выпущенные еврооблигации должны полностью заменить собой все национальные облигации членов ЕВС. Это будет означать объединение риска, при котором «плохой» долг соединится с «хорошим». Все государства-члены будут нести ответственность по долгу других («солидарная гарантия»), и каждое государство-член ЕВС будет нести ответственность по своему собственному долгу («индивидуальная гарантия»). Хотя на начальном этапе подобное объединение риска приведет к восстановлению ликвидности и снижению стоимости финансирования для испытывающих трудности государств, **в одном отношении мы не согласны с ЕК и считаем, что данная мера также повлечет за собой повышение стоимости финансирования для устойчивых государств-членов ЕВС, таких как Германия, и в конечном итоге подвергнет их риску дефолта, поскольку в такой ситуации любой дефолт будет иметь не национальный, а более широкий масштаб всего ЕВС.** Основная причина данного риска заключается в том, что, согласно предложению ЕК, государства-члены сохранят свой налогово-бюджетный суверенитет, и осуществляться будет только мониторинг достигнутого ими прогресса в реализации предписанных условиями мер по восстановлению их платежеспособности. Однако есть Маастрихтский договор — публично-правовой акт, служащий напоминанием о том, что налогово-бюджетная интеграция, основанная на доброй воле государств-членов, обречена на провал. К тому же в рамках предложения ЕК выпуск еврооблигаций не решит базовую проблему чрезмерной задолженности в системе, так как приведет просто к централизации этого долга, позволит испытывающим трудности странам и дальше извлекать «бесплатные» преимущества из низких процентных ставок и откладывать структурные корректировки, необходимые для восстановления стабильности в налогово-бюджетной

сфере. В некотором смысле это сведется к созданию новой формы первоклассной задолженности, причем долговые обязательства в форме еврооблигаций в действительности не будут более безопасными, а просто будут выглядеть таковыми, поскольку они менее прозрачны. В конечном счете, отсутствие фискальной дисциплины в испытывающих трудности странах может ускорить процесс цепного распространения кризиса с периферии в центр, кульминацией которого может стать дефолт на уровне ЕВС. Не удивительно, что Германия резко возражает против такого варианта. **На наш взгляд, единственный способ, позволяющий избежать морального риска и проблемы пользования более низкими процентными ставками «на халяву», заключается в полной налогово-бюджетной интеграции.** Это будет означать фактическую потерю государствами суверенитета в сфере налогово-бюджетной политики, создание Казначейства ЕВС, которое будет осуществлять надзор за налогово-бюджетными вопросами в рамках комплекса предписанных условиями правил, а также введение действенных механизмов санкций, призванных обеспечить долгосрочную устойчивость государственных финансов. Создание такой системы еврооблигаций, хотя и желательно в долгосрочной перспективе, но потребует внесения существенных изменений в договор/институциональную структуру и займет немалое время, поэтому не может быть подходящим решением, направленным на смягчение системного риска в краткосрочной перспективе.

Может ли ЕЦБ спасти положение в случае выбора второго варианта?

Посредством крупных покупок суверенных долговых обязательств на вторичном рынке центральному банку удалось не допустить резкого роста доходности по облигациям стран ЕВС (в самое последнее время — Италии и Испании), хотя и не в той степени, которая позволила бы сдержать цепную реакцию. Не удивительно, что многие официальные лица, например, президент Франции Саркози, требуют большей поддержки со стороны центрального банка. Под этим они понимают полномасштабную интервенцию ЕЦБ, включая неограниченные и нестерилизованные³ покупки облигаций на вторичном и первичном рынках, чтобы удержать процентные ставки ниже заранее заданного уровня. **Это приведет не только к агрессивному расширению баланса ЕЦБ, но и будет означать участие банка в прямой монетизации долга⁴.** Для этого придется изменить статус ЕЦБ с учетом того, что по действующим правилам он не имеет права выступать кредитором последней инстанции для правительств. Кроме того, возникнут политические препятствия, поскольку Германия решительно возражает против таких интервенций из опасений, что в дальнейшем они приведут к гиперинфляции, если не сдержать рост созданной в результате избыточной ликвидности в системе. Оставляя в стороне юридические и политические затруднения, **смогут ли правительства, благодаря соверша-**

¹ ЕК выпустила «Зеленый документ» о целесообразности эмиссии еврооблигаций и разослала его ряду государств и учреждений для широких консультаций, которые завершатся 8 января 2012 года.

² В «Зеленом документе» ЕК в общем описываются три пути выпуска еврооблигаций: первый из них предусматривает, что они полностью заменяют собой национальные облигации, а два других, менее реалистичных, предполагают одновременное существование европейских и национальных облигаций.

³ До сих пор большинство покупок, совершаемых ЕЦБ, стерилизовалось путем выпуска краткосрочных долговых обязательств в эквивалентном объеме, с тем чтобы не допустить увеличения баланса центрального банка и создания избыточной ликвидности, которая, если не сдержать ее рост, может подстегнуть инфляцию в долгосрочной перспективе.

издается два раза в месяц Lombard Odier Darier Hentsch

Контакты: Отдел инвестиционных стратегий

Данные по состоянию на 7 декабря 2011 года

CP-PBIS-STRATEGY@lombardodier.com

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Пожалуйста, ознакомьтесь с информацией в конце данного документа

Lombard Odier · Инвестиционный бюллетень · Декабрь 2011 года

страница 1/3

емым ЕЦБ покупкам, выиграть достаточно времени, чтобы привести в порядок дела в своих странах или даже урегулировать кризис? Мы так не думаем. В той мере, в какой ЕЦБ (как и любое другое официальное учреждение в соответствии с планом спасения Греции, представленным в конце октября) защищен от «стрижки» долга, то есть от сокращения накопленной суммы долга или процентов, **мы считаем, что частные инвесторы, превратившиеся в держателей несубординированных облигаций, уйдут с этих рынков, поняв, что по мере возрастания участия ЕЦБ возрастает и бремя, связанное со «стрижкой» долга, которое несет все меньшее число частных инвесторов.** По существу, политика полномасштабных интервенций ЕЦБ в действительности может усугубить кризис, поскольку она может переложить все бремя финансирования органов государственного управления на центральный банк, а такая ситуация, очевидно, не может продолжаться долго. И последнее, проблема накопленного долга, бремя которого в течение многих лет будет перекладываться с корпоративного сектора на граждан, на государственный сектор и, наконец, на центральные банки, по-прежнему останется нерешенной. **В силу вышесказанного мы считаем, что политика полномасштабных интервенций ЕЦБ окажется просто еще одной временной мерой.**

Если ли еврооблигации, ни политика полномасштабных интервенций ЕЦБ сами по себе не являются подходящими способами разрешения кризиса, какой вариант целесообразен?

Уже долгое время мы считаем наиболее вероятным основным сценарий, предусматривающий крупномасштабную реструктуризацию долговых обязательств, причем как государственного, так и частного секторов. Этот процесс должно будет контролировать независимое ведомство. «Стрижка» долга государственного сектора должна будет составлять от 70% в самых неблагополучных странах (Греция)

до 10% в самых благополучных (Германия), с тем чтобы восстановить устойчивость финансов в долгосрочной перспективе. В таких странах, как Испания, где ситуацию тягачет чрезмерно высокая доля заемных средств в частном секторе, связанная с ипотечными кредитами на приобретение жилья, между банками и домовладельцами придется провести обмен долга на акции, чтобы разорвать порочный круг неисполнения долговых обязательств и отчуждения заложенного имущества, которые являются еще одним препятствием для устойчивого восстановления экономики.

Мы настаиваем на своем мнении, что единственным решением является реструктуризация долга, однако не отрицаем, что весь этот процесс будет весьма трудным: по нашим оценкам, для рекапитализации банков потребуется более 400 млрд долл. США, а ЕЦБ придется обеспечить полную поддержку ликвидности, чтобы не допустить массового изъятия вкладов из наиболее проблемных банков. В связи с этим на данный момент **мы рекомендуем инвесторам по-прежнему осмотрительно выбирать позиции:** в отношении суверенных облигаций избегать выпусков стран PIIGS (Португалии, Италии, Ирландии, Греции и Испании); в отношении корпоративных облигаций концентрироваться на качественных, эмитентах, не входящих в финансовый сектор, и держать очень ограниченные позиции по ценным бумагам стран PIIGS; уменьшить вложения в акции финансовых учреждений; сохранять существенную позицию в золоте, избегая при этом вложений в другие сырьевые товары; и, наконец, уменьшить вложения в евро.

⁴ Монетизация долга происходит, когда центральный банк в неограниченном объеме покупает суверенные долговые обязательства на первичном рынке или выступает кредитором последней инстанции для правительства.

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, N° 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