



Отдел инвестиционных стратегий

7 апреля 2011 года

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БЮЛЛЕТЕНЬ

Инфляция и золото: хеджирование неожиданностей?

В мире растущего государственного долга и повышенного внимания к выпуску номинальных облигаций продемонстрированное (в работе Reinhart and Rogoff [2010]) структурное снижение трендовых темпов роста при уровнях государственной задолженности более 90%, заметно усиливает склонность правительств и центральных банков к решению своих долговых проблем путем преподнесения экономике инфляционного сюрприза. Быстрый рост цены на золото в последние годы, по мнению некоторых аналитиков, объяснялся желанием инвесторов хеджировать возможность таких инфляционных сюрпризов. Рой Джастрем в своей книге «Золотая константа» ("The Gold Constant", Roy Jastram) блестяще показал, что в очень долгосрочной перспективе золото было крайне неэффективным инструментом хеджирования от фактической инфляции, но можно ли утверждать, что то же самое применительно к неожиданной инфляции, или инфляционным сюрпризам?

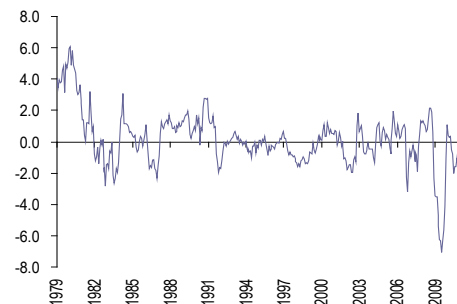
Один из способов измерения неожиданной инфляции состоит в расчете разницы между фактической инфляцией и некоторым показателем перспективных ожиданий в отношении потребительских цен. Этот подход иллюстрирует верхний рисунок, где представлена разница между фактической инфляцией и медианными инфляционными ожиданиями на год вперед по данным обследования потребителей, проведенного Университетом Мичигана (США). Несмотря на положительный инфляционный сюрприз конца 1970-х годов и отрицательный в последние несколько лет, на протяжении значительной части рассматриваемого периода ожидаемая инфляция лишь незначительно отличалась от фактической.

Золото является не только крайне неэффективным инструментом хеджирования от инфляции в долгосрочной перспективе, но и обладает весьма ограниченной способностью предсказывать будущие тренды инфляции (см. вышедшую в апреле 2000 года работу C. Steindel et al "The unreliability of Inflation Indicators" ["Неадекватность показателей инфляции"]). Так насколько хорошо подходит золото для хеджирования от неожиданной инфляции, или инфляционных сюрпризов? На нижнем рисунке по оси x (горизонтальной) отложена неожиданная инфляция за 5 лет (фактическая инфляция за вычетом ожидаемой), а по оси y (вертикальной) — реализованная доходность золота. Положительный наклон линии тренда указывает на то, что чем больше положительные инфляционные сюрпризы, тем выше доходность золота, отражающая корректировку цены на золото в соответствии с более высокой, чем ожидалось, инфляцией, тогда как более низкая, чем ожидалось, инфляция, как правило, ассоциируется с более низкой доходностью золота, поскольку инвесторы переоценивают цену на золото с учетом более низкой, чем предполагалось, инфляции. В течение 5-летнего периода неожиданная инфляция объясняет 37% колебаний цен на золото, а это значит, что золото — далеко не эффективный инструмент хеджирования от инфляционных сюрпризов: в лучшем случае оно является ограниченным, частичным хеджем.

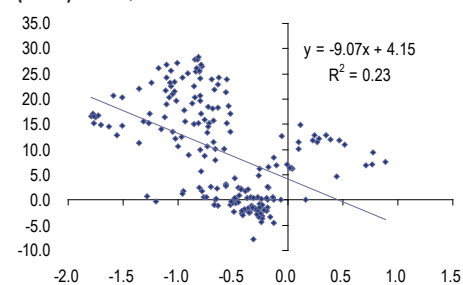
Являются ли акции более эффективным инструментом хеджирования? Если построить регрессию однолетней доходности акций по неожиданной инфляции за тот же однолетний период, коэффициент детерминации (R^2) регрессии составит 0,01, то есть эти две переменные практически не связаны между собой. Если увеличить временной горизонт до 5 лет, результаты будут неубедительными, что показывает средний рисунок, на котором представлена годовая доходность акций (по вертикали) за 5 лет в зависимости от неожиданной инфляции (фактической инфляции за вычетом ожидаемой) за 5 лет (по горизонтали). Более высокий R^2 (0,23) означает наличие связи, хотя и слабой, между инфляционными сюрпризами и доходностью акций за 5-летний период, однако эта взаимосвязь в действительности является отрицательной: чем выше разница между фактической и ожидаемой инфляцией или больше ее положительное значение, тем ниже доходность акций или больше ее отрицательное значение. Более того, динамика доходности акций часто противоположна инфляционным сюрпризам. Индекс S&P500 не эффективен в качестве инструмента хеджирования от инфляционных сюрпризов на горизонтах в 1 год и 5 лет.

Хотя золото явно больше подходит для хеджирования от инфляционных сюрпризов на 5-летнем временном горизонте, его способность выступать в качестве инструмента хеджирования является в лучшем случае частичной, и, судя по имеющимся данным, цена на золото как таковая обладает крайне слабой способностью предсказывать будущие тренды инфляции.

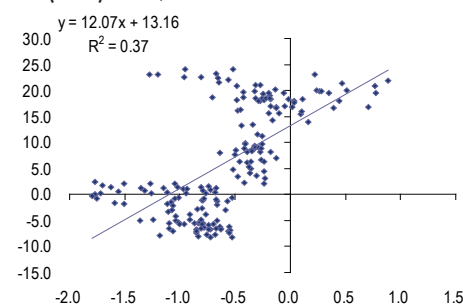
Неожиданная инфляция: годовое изменение индекса потребительских цен, включающего все продукты, ЗА ВЫЧЕТОМ медианной инфляции, ожидавшейся год назад, по расчетам Университета Мичигана — в %



Годовая доходность S&P500 за 5 лет (ось Y) в зависимости от неожиданной инфляции за 5 лет (ось X) — в %, 1990-



Годовая доходность золота за 5 лет (ось Y) в зависимости от годовой неожиданной инфляции за 5 лет (ось X) — в %, 1990-



Источник: Datastream, 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 · апреля 2011 года

страница 1/3

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

Private Bankers, орган надзора - FINMA.

Rue de la Corraterie 11 · 1204 Genève · Suisse

Lombard Odier Asset Management (Switzerland) SA

Avenue des Morgines 6 · 1213 Petit-Lancy · Suisse

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

деятельность банка регулируется органом надзора финансового сектора Бельгии (BFIC - Banking, Finance and Insurance Commission).

E-mail: brussels@lombardodier.com

Франкфурт

Lombard Odier Darier Hentsch Deutschland, Niederlassung von Lombard Odier Darier Hentsch & Cie (Nederland) N.V.

Düsseldorf-Stadtter · Stadtter 1 · 40219 Düsseldorf · Deutschland

отделение банка Lombard Odier Darier Hentsch & Cie (Nederland) N.V., органами надзора и регулирования являются - Банк Голландии (De Nederlandsche Bank) и Федеральное Управление финансового надзора Германии (BaFin).

E-mail: frankfurt@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

Люксембург

Lombard Odier Darier Hentsch (Belgique) S.A., Succursale de Luxembourg

5, Allée Scheffer · 2520 Luxembourg · Luxembourg

Кредитное учреждение, действующее под контролем Управления по финансовым услугам и рынкам (Financial Services & Markets Authority)

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

1501, 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