



Отдел инвестиционных стратегий

24 мая 2011 года

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БЮЛЛЕТЕНЬ

Фискальная (не)устойчивость

Общепризнанным является тот факт, что экономики стран Запада за последнее десятилетие накопили огромный долг, в то время как в развивающихся странах накапливалось, соответственно, активное сальдо. Это способствовало возникновению неустойчивых глобальных дисбалансов, угрожающих большинству, если не всем, экономикам мира. Однако, несмотря на то, что по общему мнению, процесс снижения долговой нагрузки идет должным образом, и западные экономики начали предпринимать необходимые меры, направленные на решение фискальных проблем, мы обнаружили, что правительства только приступают к решению этих вопросов, и до настоящего времени практически ничего конкретного в данном направлении не сделано. Несмотря на то, что необходимость ужесточения фискальной политики для стабилизации уровня задолженности в ведущих экономиках является общепризнанной, о конкретных необходимых объемах бюджетной экономии почти ничего не говорится. Математические расчеты приводят к неутешительному результату – в будущем предстоит значительное, беспрецедентное для мирного времени ужесточение бюджетной политики.

Арифметика устойчивости государственной задолженности проста и неоспорима: реальный темп роста долга страны является суммой двух слагаемых: отношения ее реального первичного дефицита бюджета (1) к коэффициенту задолженности за данный период (мера изменения долга в течение данного периода) и фактической процентной ставки по государственному долгу (сумма денежных средств, которую страна должна тратить на обслуживание существующего долга в течение данного периода).

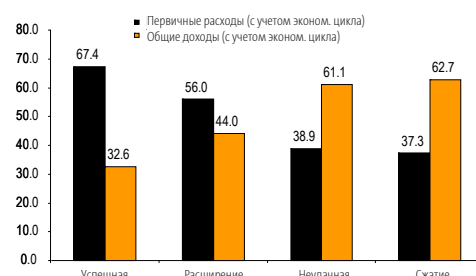
Из этого уравнения (2) мы выводим первичный профицит бюджета, который должна поддерживать страна для сохранения константного соотношения долга к ВВП (3). Из этого следует, что если фактическая процентная ставка по долгу превышает уровень тренда реального роста ВВП, то любая страна, имеющая государственный долг, должна производить и поддерживать первичный профицит бюджета с целью стабилизации соотношения долг / ВВП.

Верхняя таблица показывает текущие, скорректированные с учетом экономического цикла первичные сальдо ведущих развитых экономик (2-й столбец) в сравнении с первичными профицитами, которые будут необходимы для поддержания соотношения долг / ВВП на уровне 2010 года (3-й столбец). В основе расчетов лежат оптимистичные предположения, включающие исторический уровень тренда роста реального ВВП и реальные процентные ставки. В последнем столбце представлена разница между данными двумя показателями, которая иллюстрирует необходимый объем ужесточения бюджетной политики, выраженный в % от ВВП. Необходимый объем ужесточения фискальной политики составляет 4,5 – 5,5% в Испании и Португалии, 6,5% в Ирландии, и свыше 7% в Японии и США. Если взять за основу уровень тренда роста ВВП и ТЕКУЩИЕ реальные доходы, то ситуация ухудшается и требует следующей корректировки: 9,7% от ВВП в Ирландии, 8,8% в Греции и 7,8% в Португалии ... Значения данных показателей, очевидно, будут даже выше, учитывая неизбежность замедления реального роста ВВП! Невероятно высокие значения данных параметров ясно показывают, что в некоторых из этих стран неизбежны либо дефолт, либо реструктуризация.

Первичное сальдо, фактическое и необходимое, в % от ВВП (данные 2010 г., ОЭСР)

	Первичное сальдо, скорректированное с учетом экономического цикла	Первичное сальдо, необходимое для стабилизации соотношения долг / ВВП	Необходимые фискальные поправки в % от ВВП
Испания	43	-4.7	0.6
Ирландия	62	-5.5	0.9
Португалия	63	-4.3	0.1
Япония	114	-5.5	1.6
Великобритания	51	-5.0	0.3
США	68	-7.0	0.3

Вклад двух форм ужесточения бюджетной политики в фискальную консолидацию (меры, направленные на сокращение расходов в сравнении с мерами, направленными на повышение доходов) 107 периодов регулирования с 1980 по 2011 гг.



Источник: ОЭСР, DataStream, расчеты «ЛО», Альберто Алесина «Фискальное регулирование: уроки недавней истории», Гарвард, апрель 2010 г., Евростат

(1) Дефицит без учета процентных выплат по государственному долгу, т.е. управляемый дефицит

(2) Реальный рост долга = реальный первичный дефицит / реальный долг + фактическая процентная ставка по сумме долга. Из этого следует: изменение суммы долга / ВВП = первичный дефицит / ВВП + (процентная ставка – темп роста) * долг / ВВП или $ch\ d = -s + [(r - g) / (1 + g)] * d$ и $s = [(r - g) / (1 + g)] * d$, где d = долг (нетто) / ВВП в начальной точке [$ch\ d$ = изменение соотношения за период], s = первичное сальдо бюджета в % от ВВП [сальдо без включения процентов], g = темп роста реального ВВП, r = фактическая процентная ставка по непогашенным государственным обязательствам.

(3) Если мы определяем g как фактическую процентную ставку, уплачиваемую по непогашенным государственным обязательствам, а g – как темп роста фактического ВВП, тогда минимальная величина первичного сальдо бюджета в % от ВВП, необходимая для стабилизации отношения госдолга к ВВП, определяется уравнением $(r - g) / (1 + g)$ долл.

(4) Как показано на нижнем графике, среди успешных политик ужесточения, проведенных с 1980 г., в 67% случаев меры сводились к урезанию расходов, в то время как лишь в 33% случаев меры были направлены на увеличение доходов.

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 · 24 мая 2011 года

страница 1/3

Во избежание дефолта существенно важным является применение определенных форм ужесточения фискальной политики. К сожалению, ужесточение бюджетной политики обязательно означает либо более высокие доходы (например, за счет повышения налогов), либо более низкие расходы, или комбинацию того и другого. Ужесточение фискальной политики при помощи урезания расходов обычно более эффективно, чем политика, сосредоточенная на увеличении доходов (4). Однако ни одна из них не гарантирует успеха. Как показано на нижнем графике, существует много примеров неудачного ужесточения, или даже хуже – провала фискальной политики, приведшего к экономическому спаду. Фондовые рынки, по нашему мнению, не предлагают достаточную премию за риск, которая бы отражала агрессивную политику бюджетной консолидации в развитых экономиках, не говоря уже о риске потенциального провала политики ужесточения.

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