



Отдел инвестиционных стратегий

23 ноября 2010 года

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БЮЛЛЕТЕНЬ

Ирландия или как обанкротить страну

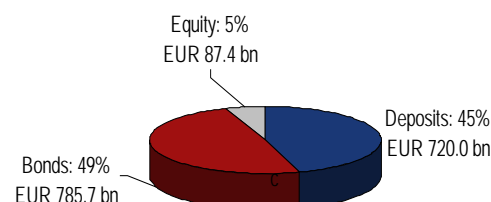
После жесткого давления со стороны рынков, когда обязательства по долгам, взятым много лет назад, расценивались как невыполнимые, правительство Ирландии объявило о том, что основные параметры мер спасения в общем и целом согласованы. Их детали находятся пока в разработке, однако источники финансирования уже определены. Ими станут: Европейский стабилизационный фонд, МВФ, а также, возможно, двухсторонние кредиты Великобритании и Швеции. Объем пакета мер спасения пока официально не объявлен, однако курсируют слухи, что он составит 80-90 миллиардов евро.

Случай с Ирландией позволяет сделать два фундаментальных вывода (нашу оценку мы проводили и озвучивали неоднократно на протяжении последнего года). В первую очередь, особый интерес вызывает тот факт, что Ирландия прежде всего искала помощи и поддержки у США и Великобритании, предпочитая их Франции и Германии. Нас не удивило нежелание Ирландии принимать помощь у ЕС/МВФ, так как Дублин, в случае получения средств, был бы вынужден проводить определенную экономическую политику, предписанную кредиторами. Учитывая уже традиционное ужесточение фискальной политики и сокращение бюджетных расходов, проводимое в данный момент странами Евросоюза, практически не возникает сомнений в том, что правительства стран ЕС будут очень настойчиво стремиться к исправлению текущей налоговой ситуации, при которой налоговые ставки в Ирландии существенно расходятся со ставками стран континентальной Европы. Фактически, экономический рост Ирландии последних 10 лет объясняется существенно более низким уровнем налоговых ставок по сравнению с любой другой европейской страной. В Ирландии ставки личного подоходного налога, налога на прирост капитала и корпоративного налога с доходов компаний значительно ниже, чем в остальной Европе (для примера, ставка корпоративного налога в Ирландии – 12,5%, средняя ставка в Европе составляет 25-30%). Ирландия поддерживала развитие Дублина в качестве инвестиционного финансового центра при помощи особого налогового режима, который в итоге привел к пузырю на рынке недвижимости. В данном контексте не вызывает сомнения тот факт, что в связи с условиями оказания помощи ЕС/МВФ, которые предполагают проведение определенной политики, Ирландии будет очень сложно избежать длительного периода крайне слабого роста (и это в лучшем случае!).

Во-вторых, проблемы Греции, а сейчас и Ирландии связаны в основном с настойчивым политическим желанием защитить владельцев облигаций от потерь. Меры по защите держателей банковских облигаций привели к тому, что долг правительства Ирландии вырос с 24,8% в 2006 году до 65,5% в 2009 году (это соответствует увеличению объема долга на 164%). По прогнозам, государственный долг превысит уровень в 100% в 2010 году, а в 2012 году окажется выше 120% (это будет соответствовать увеличению долга по сравнению с 2006 годом на 300-400%!). Также стоит отметить, что положительное сальдо государственного баланса в объеме 2,9% в 2006 году превратилось к 2009 году в дефицит бюджета, равный 14,4%. По прогнозам, дефицит бюджета в 2010 году должен достичь 31,6%, если учесть средства, которые будут направлены Ирландии в качестве помощи. Еще более тревожной выглядит такая динамика, если учесть, что недостатка капитала у банков для финансирования потерь, как показывает верхний график,

Банковская задолженность в Ирландии

В млрд. евро на сентябрь 2010: помимо банковских депозитов наблюдается достаточное количество капитала (в форме акций и долговых обязательств) для покрытия потерь.



Европейские банки: объемы инвестиций в страны PIIGS

В млрд. долларов США....

Banks based in	Claims vis-à-vis (USD bn)					Total GIIPS	All countries	GIIPS / total (%)
	GRE	IRE	ITA	PORT	SPA			
France	79	52	508	45	211	895	3,675	24
Germany	45	184	189	47	238	703	3,259	22
Italy	7	17	-	7	31	62	959	6
Spain	1	15	47	85	-	148	1,361	11
Switzerland	4	17	20	4	21	66	1,617	4
UK	15	173	76	26	110	400	3,559	11
All Europ. banks	193	550	1,022	240	832	2,837	18,718	15

Источник: ЕЦБ, Exane, 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 - 23 ноября 2010 года

страница 1/3

не наблюдается. В дефиците скорее находится рисковый капитал. Для сравнения, план спасения в объеме 90 миллиардов евро соответствует лишь небольшой доли (11%) от совокупного банковского долга Ирландии (786 млрд. евро). Проще говоря, нежелание политиков отказаться от защиты владельцев банковских облигаций привело страну на грань банкротства.

На октябрьском саммите ЕС, Германия в конце концов настояла на том, что страны Европы, которые желают воспользоваться поддержкой Европейского стабилизационного фонда (EFSF) должны автоматически выполнить определенные условия и «в установленном порядке надлежащим образом пройти процесс реструктуризации». Дефолт по облигациям, проведенный в установленном законодательством порядке, окажет негативное влияние на банки (в особенности европейские, см. нижнюю таблицу). Тем не менее, мы считаем, что такое решение проблемы, при котором ВСЕ инвесторы (за исключением депозитарных вкладчиков) понесут потери, финансовые организации будут разобраны на составляющие части, внимательно проанализированы и подвержены процедуре банкротства, при которой «здоровые» активы будут спасены, а прочие списаны, является более эффективным для предотвращения повторных кризисов.

На данном этапе мы можем сделать следующий вывод: помощь Ирландии не означает окончание Европейской саги. Португальские и испанские банки уже находятся под пристальным наблюдением. Португалия остается кандидатом в страны, которым может потребоваться внешняя поддержка, особенно в том случае, если давление рынков будет оставаться на высоком уровне. Однако важность Португалии для стабильности всей европейской системы гораздо меньше, чем значение Ирландии или Греции. Учитывая объемы экономики, именно ситуация в Испании может стать реальной системной проверкой для всего Евросоюза. Учитывая все это можно сказать, что в то время, как премия за риск, заложенная в акциях испанских и итальянских предприятий, указывает на то, что запаса надежности для преодоления некоторых непредсказуемых событий будущего достаточно, ситуация с самой валютой Евро иная. Государственный кризис стран Европы напоминает, что отсутствие фискального федерализма (а также вытекающие из этого необходимые фискальные трансферты) в ЕВС – далеко не оптимальной валютной зоне – является предпосылкой для слабого Евро.

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.

© 2010 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

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.
"Weteringpoort" 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

Дюссельдорф

Lombard Odier Darier Hentsch Deutschland, Niederlassung von Lombard Odier Darier Hentsch & Cie (Nederland) N.V.
Düsseldorf-Stadt · Stadttor 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: dusseldorf@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

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

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