

Отдел инвестиционных стратегий

23 сентября 2010 года

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БЮЛЛЕТЕНЬ

Конец инфляции, грядет дефляция

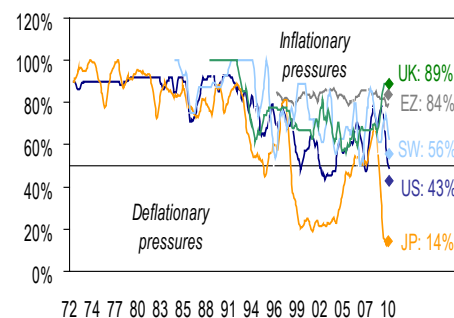
Центральные банки приближаются ко второму раунду смягчения денежно-кредитной политики, и дебаты о дальнейшей динамике инфляции вновь вышли на первый план. Допуская, что в случае развития событий по экстремальным сценариям инфляционные риски в очень долгосрочной перспективе вероятны, мы тем не менее считаем, что для экономического развития в следующие несколько лет будет характерна дефляция. В условиях слабого экономического роста, фискальной консолидации, продолжающегося делевериджа (снижения долгового бремени) и превышения предложения над спросом за счет Китая, давление на цены в сторону понижения будет усиливаться.

Наши диффузионные индексы, основанные на базовой инфляции (с учетом цен на потребительские товары и услуги, за исключением более волатильных цен на продукты питания и энергоресурсы), измеряют рост и падение цен в заданной экономике. Уровень индекса, превышающий 50%, означает, что в целом большинство цен падает, и экономика испытывает инфляционное давление. И наоборот, индекс, находящийся ниже 50%, отражает падение большинства цен и говорит о том, что экономика переживает дефляционную нагрузку.

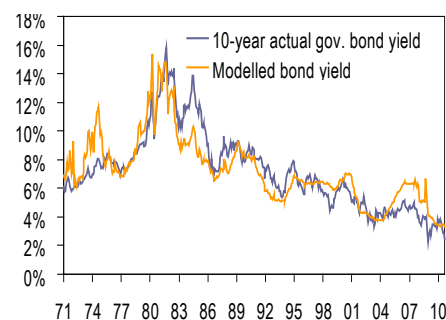
Верхний график показывает, что экономика Японии испытывает сильную дефляцию (последнее значение, равное 14%, означает, что в июле 2010 года подорожали только 14% основных потребительских товаров и услуг). В Европе и Великобритании, напротив, наблюдается рост цен во многих отраслях и секторах экономики, что отражает влияние слабости валюты на стоимость импортируемых товаров в таких небольших открытых экономиках, как Великобритания, и эффект регулируемых негибких цен в Еврозоне. В Швейцарии, с другой стороны, наблюдается существенное замедление инфляции, которое обусловлено сильными позициями швейцарского франка и структурным снижением темпов инфляции вследствие дерегулирования некоторых секторов экономики. Большее беспокойство вызывает то обстоятельство, что, согласно нашим индикаторам, в США в августе наблюдался рост лишь 43% цен на потребительские товары и услуги. Кроме того США испытывают самое сильное дефляционное давление с 2003 года, когда А. Гринспен, глава ФРС США, выразил обеспокоенность риском дефляции. В то время как дефляционное давление, обусловленное падением затрат на жилье (они составляют более 30% корзины индекса CPI) и адекватное нынешней слабости рынка жилищной недвижимости, привело к снижению базовой инфляции приблизительно с 2% в 2007 году до текущего 1%, наш диффузионный индекс (который позволяет определить доли отдельных продуктов и услуг корзины) демонстрирует снижение большинства потребительских цен, что свидетельствует о широком распространении дефляции.

При текущем низком уровне инфляции ФРС чувствует себя дискомфортно и имеет все основания для беспокойства о будущем развитии экономики США: признаков рецессии становится все больше, что означает усиление дефляционного давления. В то время как глобальный экономический рост замедляется, дефляция будет усиливаться в США и Японии, в других регионах будет наблюдаться снижение темпов инфляции. Как мы уже упоминали в предыдущем бюллетене (см. Инвестиционный Бюллетень от 11 августа 2010), центральные

Диффузионные индексы на основе базовой инфляции (bpmovav) (точками отмечены самые последние данные, имевшиеся в распоряжении на момент составления диаграммы): индекс ниже 50% означает, что большинство цен падает



Текущая доходность государственных облигаций (10 лет) и смоделированная доходность [использованы ставки по депозитам USD-EUR на три месяца и данные по фактическому уровню инфляции в США за последние три года]



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 · 23 сентября 2010 года

страница 1/3

банки не в силах как-то изменить данную ситуацию. В рамках предпринимаемых усилий по снижению налогового бремени, при наличии существенного объема неиспользованных производственных мощностей, в условиях слабого рынка труда и избытка недорогих китайских товаров вливания дополнительной ликвидности не окажут влияния на цены. Более того, бесконтрольное непродуманное увеличение ликвидности может привести к монетарной инфляции и образованию "пузырей" на рынках некоторых активов в будущем.

Период устойчивого дефляционного давления окажет незначительное позитивное влияние на облигации, но негативно скажется на акциях. Текущая доходность облигаций очень низка в сравнении с историческими данными, что заставляет многих говорить о "пузыре" на рынке долговых обязательств. С одной стороны мы согласны, что цены на облигации достаточно высокие, но наша оценка показывает (см. нижний график), что текущий уровень доходности облигаций в общем и целом соответствует низкому уровню краткосрочных процентных ставок и инфляции. Дальнейшее ожидаемое нами снижение инфляции, а также возможность того, что ФРС США будет активнее покупать долговые обязательства означает, что у доходности облигаций еще есть потенциал к снижению. Что касается акций, то низкие процентные ставки и низкая инфляция, вопреки общепринятому мнению, снижают рыночную стоимость (см. инвестиционный бюллетень от 17 августа).

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Данный документ отражает мнение Lombard Odier Darier Hentsch & Cie или одной из компаний Группы (далее "Lombard Odier") на момент его публикации. Он содержит аналитическую информацию, ориентированную в первую очередь для внутреннего использования сотрудниками компании. По желанию, данная информация может быть предоставлена определенным корпоративным и опытным частным клиентам. Клиенты имеют право использовать предоставленную им информацию лишь в целях, одобренных Lombard Odier. Данный документ 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. Мнения и оценки, выраженные в данном документе, не учитывают индивидуальные обстоятельства, цели и потребности отдельного клиента. Каждый клиент должен сам сформировать свое собственное мнение относительно ценных бумаг и финансовых инструментов, упомянутых в данном документе. Прежде чем совершить какую-либо инвестицию или осуществить транзакцию, мы настоятельно рекомендуем каждому клиенту 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 предоставляемой информации. Кроме того, Lombard Odier не несет ответственности за возможные потери клиента или прочий ущерб, возникшие вследствие использования информации, содержащейся в данном документе. Вся информация и цены, представленные в данном документе, могут изменяться без уведомления. Историческая доходность не является гарантией получения прибылей в настоящем или будущем, соответственно клиенты не застрахованы от убытков. Информация о доходности паевых фондов не учитывает комиссии и прочие отчисления и выплаты, связанные с выпуском и погашением отдельных паев или акций.

Инвестиционные возможности, упомянутые в данном документе, могут содержать риски, которые крайне тяжело измерить и учесть при объективном анализе той или иной инвестиции. В общем и целом можно сказать, что различные финансовые инструменты с высоким уровнем риска, такие как деривативы (производные финансовые инструменты), структурированные продукты, а также альтернативные и нетрадиционные инвестиции (хедж-фонды, прямые инвестиции, фонды недвижимости) предназначены исключительно для опытных инвесторов, способных верно оценить все возможные риски. По желанию клиентов, Lombard Odier может предоставить дополнительную информацию о рисках той или иной инвестиционной возможности.

Информация финансовых аналитиков, представленная в данном документе, достоверно отражает их личные мнения о том или ином эмитенте или ценной бумаге. Для достижения полной независимости и объективности финансовых аналитиков, им категорически запрещается владеть ценными бумагами, с которыми может быть связана их аналитическая деятельность. Описание рейтинговой системы, используемой Lombard Odier при финансовом анализе, доступно на сайте компании (www.lombardodier.com).

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 (*BFIIC - 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