



Отдел инвестиционных стратегий

06 января 2011 года

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БЮЛЛЕТЕНЬ

Швейцарский франк, марка высшего качества?

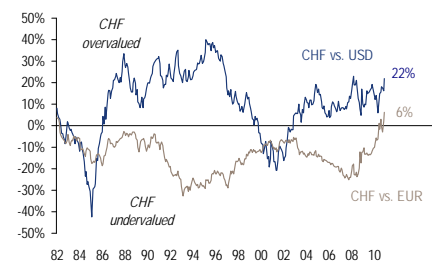
В конце прошлого года курс Швейцарского франка достиг рекордно высокого уровня. Взвешенный с учётом торговли обменный курс вырос на 15% в 2010 году и на 30% с начала финансового кризиса в октябре 2007 года. Таким образом, курс швейцарского франка остается завышенным по отношению к евро и доллару США (см. верхний график). Что лежит в основе этого повышения, и что будет дальше?

Самое очевидное объяснение подобной ситуации — репутация швейцарского франка как безопасной гавани, усиленная, в частности, финансовым кризисом и европейскими долговыми обязательствами. Данный статус безопасной гавани — не факт, а результат долгой истории геополитической стабильности и финансовой дисциплины. Страна с профицитом государственного бюджета и счета текущих операций (см. средний график), Швейцария располагает более чем достаточными внутренними сбережениями для собственного финансирования и не зависит от готовности иностранных инвесторов покупать швейцарские активы. Государственный долг удивительно низок по сравнению с другими странами (45% ВВП), в то время как долг частного сектора — высок (176% ВВП по сравнению с 95% в Германии и 172% в Испании) и неравномерно распределен с уклоном в сторону задолженности по ипотечным кредитам (как и в Испании). Стоимость жилищных активов более чем в два раза больше стоимости долга, что обеспечивает солидный запас прочности в случае спада жилищного строительства. В недавнем прошлом финансовая стабильность была быстро восстановлена благодаря успешным антикризисным мерам Швейцарского банка, принятым в конце 2008 года, а мобилизация капиталов через кредитно-финансовую систему фактически никогда не прекращалась на протяжении всего кризиса.

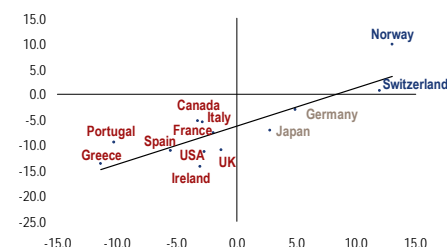
Таким образом, пока большинство развитых стран борется с проблемами своих бюджетов и банковских систем, сильный швейцарский франк, благодаря стабильным фундаментальным макроэкономическим показателям Швейцарии, можно в значительной степени рассматривать как, своего рода, знак высшего качества.

Однако, и другой фактор сыграл свою роль в повышении курса швейцарского франка, а именно, действия Швейцарского национального банка. Центральный банк проводил широкомасштабные интервенции в финансовую систему страны с марта 2009 года по май 2010 года с тем, чтобы противостоять рискам дефляции, обусловленной скачком курса швейцарского франка по отношению к Евро (поскольку 70% швейцарского импорта приходится на зону Евро). Подобные рискованные валютные интервенции не только не обуздали повышение курса швейцарского франка, но и существенно изменили баланс Швейцарского национального банка, а также увеличили риск стимулирования пузыря на рынке недвижимости в будущем. Практическое утравивание резервов в иностранной валюте (см. нижний график), неравномерно распределенных в пользу денежной наличности в Евро (на данный момент — 55% всех валютных резервов), привело к проблемам управления рисками. Убытки, связанные с накоплением резервов в иностранной валюте — это главным образом политическая проблема для Швейцарского национального банка на данном этапе. Они уже составили 21 миллиард швейцарских франков в первых трех кварталах 2010 года при общей сумме убытков в размере 8,5 миллиардов Швейцарских франков (по сравнению с прибылью, составившей предыдущем году приблизительно 7 миллиардов швейцарских франков), а резервы для покрытия убытков будущих периодов

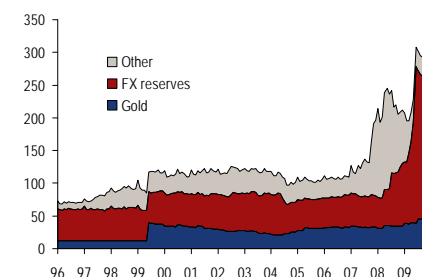
Оценка стоимости швейцарского франка, основанная на измерении долгосрочной ППС (расчет Lombard Odier)



Доля расчетов по текущим операциям в ВВП (ось X) по отношению к доле бюджетного дефицита в ВВП (ось Y) (%)



Баланс Швейцарского национального банка — активы (миллиарды швейцарских франков)



Источник: DataStream, OECD, SNB, расчет 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 · 06 января 2011 года

страница 1/3

сокращаются (на сегодняшний день они составляют только 20% от суммы резервов в иностранной валюте и золотых запасов, по сравнению с 74% до интервенций Центрального банка). Данные балансовые ограничения скорее всего и побудили Центральный банк воздержаться от принятия дальнейших мер начиная с мая месяца, несмотря на постоянные риски дефляции, создавая тем самым благоприятную почву для спекуляции. Испытание игроками на бирже «предельно допустимого уровня» Швейцарского национального банка также объясняет, почему курс швейцарского франка продолжал расти в обстановке повышающейся склонности к риску.

Таким образом, в целом одностороннее вмешательство Швейцарского национального банка оказалось неэффективным и существенно ограничило его свободу действий на будущее. На текущем этапе определяющим является взвешивание балансовых проблем и угрозы инфляции в долгосрочной перспективе (рынок недвижимости) по отношению к непосредственным рискам дефляции, вызванным сильным швейцарским франком. Поскольку, с нашей точки зрения, дефляция является очевидным риском, мы полагаем, что балансовые вопросы и признаки «перегрева» на региональных рынках недвижимости будут иметь первостепенное значение для Швейцарского национального банка и временно выведут его из игры. Кроме того, если только разрушительные валютные колебания не вызовут системный риск, создавшаяся ситуация не располагает к согласованным действиям с другими центральными банками.

Что же дальше? 2011 год будет еще одним годом высокой волатильности валютного рынка, поскольку глобальная перестройка продолжается. Чрезмерная спекуляция на швейцарском франке свидетельствует о том, что откат обменных курсов возможен в краткосрочной перспективе. Кроме того, перевод средств в безопасные активы останется основной движущей силой, влияющей на валютные курсы, особенно по отношению к Евро, поскольку проблемы суверенного долга далеки от разрешения, и Швейцарский национальный банк ограничен в своих действиях. Таким образом, швейцарский франк может перейти в зону завышенного курса, особенно по отношению к евро. В связи с этим наши счета в швейцарских франках не подвержены риску обменного курса евро, в то же время, наши счета в евро подвержены риску обменного курса швейцарского франка.

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 хотелось 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

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