



Отдел инвестиционных стратегий

18 октября 2010 года

## ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БЮЛЛЕТЕНЬ

### Второй раунд монетарного послабления - лишь бесполезная затея!?

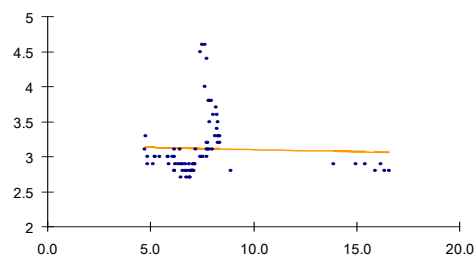
Складывается впечатление, что ФРС США, учитывая неустойчивость и хрупкость экономического развития, готовится к очередному увеличению денежной массы. При этом главным намерением ФРС является повышение уровня ожидаемой инфляции с целью борьбы против дефляционных настроений на рынке. Однако, подобная логика согласуется с традиционной теорией, представленной в классических учебниках по экономике, которая работает лишь при условии «идеальных рынков», находящихся в состоянии равновесия. Возникает вопрос: каким образом подобная политика ФРС сможет повысить рост номинального ВВП мировой экономики в условиях рецессии и несбалансированности рынков? Верхний график иллюстрирует динамику роста монетарной базы за последние 7 лет (на регулирование именно этого параметра направлена монетарная политика ФРС), а также среднее значение ожидаемой инфляции в течение последующих 5 лет. На протяжении последних десятилетий статистической взаимосвязи между ростом монетарной базы и инфляционными ожиданиями не наблюдается. Научное исследование «Монетарная политика в условиях нулевых краткосрочных процентных ставок», опубликованное экономистами ФРС (Clouse, Henderson и др.) в 2000 году, очень точно описывает механизм повышения денежной массы, однако НИЧЕГО не говорит о том, как увеличение монетарной базы влияет на уровень ожидаемой инфляции. Авторы просто предполагают, что подобное влияние существует! Даже гипотеза Пола Кругмана о том, что ФРС должна «убедительно заверить всех в своей безответственности» (1998) фактически исходит из того, что ловушка ликвидности (в которой мы сейчас находимся) имеет временный характер! Все очень просто: достаточно лишь просто вынести за скобки все препятствия и преграды, и проблема решена.

Но даже если мы предположим, что ФРС способна повысить уровень ожидаемой инфляции, и не будем принимать во внимание обозначенные выше затруднения, возникает вопрос: действительно ли более высокий уровень ожидаемой инфляции положительно влияет на рост номинального ВВП в будущем?

Второй график иллюстрирует среднее значение ожидаемой инфляции в США на пятилетний период (на основе опроса потребителей, проведенного Мичиганским Университетом), а также фактический годовой рост номинального ВВП в последующие 5 лет после прогноза: хотя статистическая корреляция и наблюдается, выражена она крайне слабо! В рамках пятилетнего диапазона повышение уровня ожидаемой инфляции оказывает минимальный эффект на рост номинального ВВП. Третий график показывает, что повышение уровня ожидаемой инфляции приводит к замедлению роста номинального совокупного долга кредитного рынка. Вероятно, это объясняется тем, что участники рынка ожидают повышение номинальных затрат на обслуживание долгов (и подвержены денежной иллюзии). Монетарное пославление приведет, в первую очередь, к раздуванию цен на уже переоцененные активы [акции и облигации]. Однако, данное повышение стоимости активов не принесет реальной пользы, так как влияние доходов от акций на уровень потребления, как известно, незначительное. Мы предпочитаем не рисковать, и не играем с «пузырями». Наш опыт подсказывает, что инвесторы, как правило, теряют свои краткосрочные доходы и всегда терпят убытки.

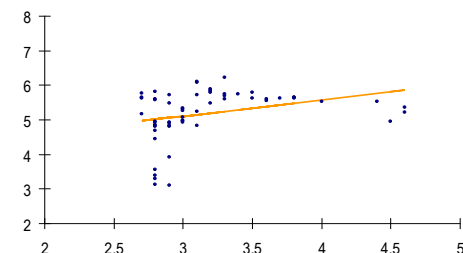
Среднее значение ожидаемой инфляции за пятилетний период (ось Y), годовой рост монетарной базы на протяжении последних 7 лет (ось X)

R-squared = 0.001; с 1990 года



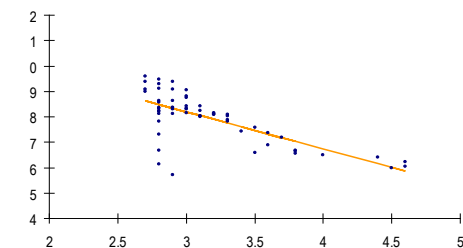
Среднее значение ожидаемой инфляции за пятилетний период (ось X), фактический рост ВВП в последующие 5 лет после прогноза 5 лет (ось Y)

R-squared = 0.1; с 1990 года



Среднее значение ожидаемой инфляции, период - следующие 5 лет (ось X), ожидаемый рост номинального долга кредитного рынка всей экономики, пятилетний период (в годовом исчислении, ось Y)

R-squared = 0.52; с 1990 года



Источник: Datastream, расчеты Lombard Odier

издается два раза в месяц Lombard Odier Darier Hentsch

Контакт: Отдел инвестиционных стратегий

CP-PBIS-STRATEGY@lombardodier.com

#### ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Пожалуйста, ознакомьтесь с информацией в конце данного документа

Lombard Odier · Инвестиционный бюллетень · 18 октября 2010 года

страница 1/3

---

## 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](http://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](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto:madrid@lombardodier.com)

### Москва

**Lombard Odier Darier Hentsch & Cie - Representative Office Moscow**  
Садовническая ул. 82-115035 Москва · РФ  
E-mail: [moscow@lombardodier.com](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto: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