



Заседание ЕЦБ

На пути к «Драгиномике»?

3 июня 2014г. | Специальный обзор

Илья Фролов
Евгений Локтюхов

Ближайшее заседание ЕЦБ 5 июня без преувеличения обещает стать одним из важнейших событий для рынков капитала в текущем году. В мае, впервые в истории европейского регулятора, его глава М.Драги отказался от принципиальной позиции своих предшественников и предвосхитил свои будущие действия, способствовав корректировке настроений рыночных участников. Учитывая, насколько активно в последний месяц инвесторы «закладывали» в стоимость активов обновленную политику европейского регулятора, вопрос применения новых стимулов можно считать практически решенным – основная интрига состоит лишь в их масштабности и действенности, а также конкретных целях, которые они преследуют.

Опробованная в 2011-2012гг. программа LTRO дала лишь краткосрочный и ограниченный эффект на экономику ввиду неспособности банков идти в реальный сектор и возникшей carry trade возможности из-за положительного процентного дифференциала ставок фондирования и ставки по депозитам в ЕЦБ и/или высоконадежным облигациям Германии. Другими словами, полученная банками ликвидность осталась замкнутой в финансовой системе Европы, а LTRO – лишь разрешила финансовый кризис и спасла банковскую систему от волны банкротств. Все это говорит о том, что классические инструменты монетарной политики перестали работать. **Основная интрига приближающегося заседания ЕЦБ, на наш взгляд, заключается в том, способен ли регулятор решительно идти по пути количественного смягчения для стимулирования кредитования.**

В настоящее время перед банками еврозоны стоит задача привести балансы под требования Базель-3, а для этого требуется не наращивание левериджа, а очищение от «плохих долгов». Поэтому мы считаем, что эффект от понижения депозитной и ключевой ставок, а также, например, нового раунда LTRO (на который, к тому же, может быть невысокий спрос) будет локальным. У нас нет достаточных оснований ожидать от ЕЦБ полноценного QE в форме выкупа ABS уже в июне, однако М.Драги может способствовать прояснению тайминга и масштабности предстоящей программы. Шансы на анонсирование LTRO, по нашим оценкам, несколько выше.

Мы ждем от заседания ЕЦБ принятия решения по сокращению ключевой ставки (на 15 б.п., до 0.1%) и перевода депозитной ставки в отрицательную область (-0.1%). Вероятность принятия решения по количественному смягчению мы оцениваем не очень высоко (30-40%), но рассчитываем на то, что М. Драги объявит о возможности ее запуска в обозримом будущем. На этом фоне мы допускаем, что заседание ЕЦБ окажет дальнейшее давление на евро: снижение ставок опустит пару EURUSD к 1,35, а запуск программы выкупа активов – к 1,30-1,33.

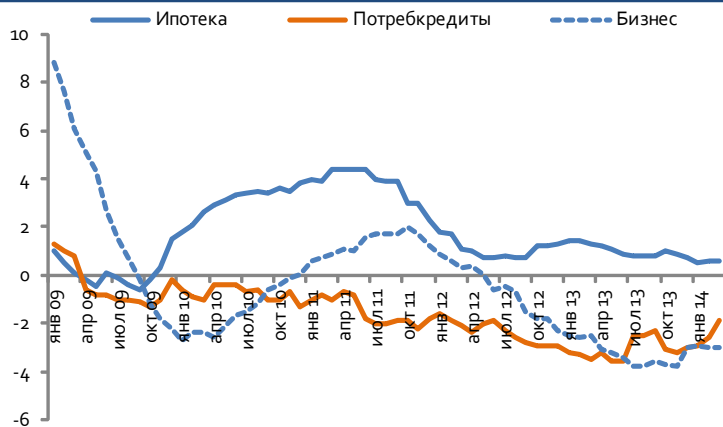
Состояние реальной экономики еврозоны и мотивация ЕЦБ к смягчению монетарной политики

Прирост ВВП еврозоны в текущем году может составить 1,1% г/г (согласно консенсус-прогнозу Bloomberg), рост экономики возобновится впервые с 2011г. Дефицит бюджета сократится до минимального уровня за 5 лет (-2,6%) на фоне успешной реализации мер строгой экономии в периферийных экономиках региона. На первый взгляд, эти цифры выглядят неплохо. Однако стоит взглянуть на ситуацию чуть глубже.

Содержащаяся в отчете ЕЦБ по денежным агрегатам и банковскому кредитованию статистика последних месяцев не внушает оптимизма в отношении состояния экономики еврозоны. **Объемы кредитования в регионе продолжают сокращаться, хотя делеверидж и протекает не столь агрессивными темпами, как это происходило в течение 2012-2013гг.**

Одна из причин делевериджа – **жесткие кредитные требования**, по которым банки готовы предоставлять ссуды предприятиям и населению. Так, предоставляемые ЕЦБ сведения о текущем состоянии кредитных стандартов (проводятся в форме опросов и позволяют усреднено оценить оптимизм/пессимизм заемщиков) указывают на худшие за последние кварталы условия привлечения.

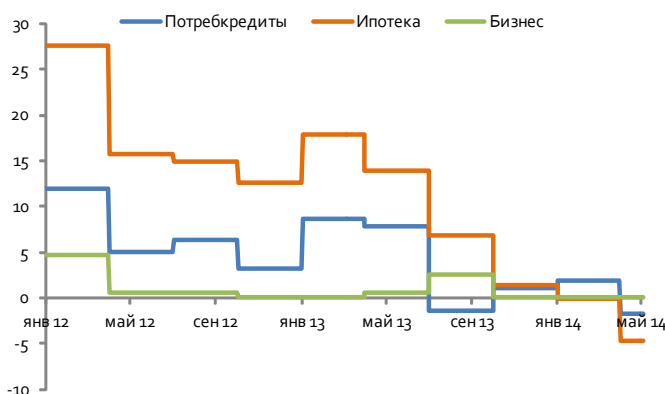
Годовые темпы изменения объема кредитования



Источник: Bloomberg, PSB Research

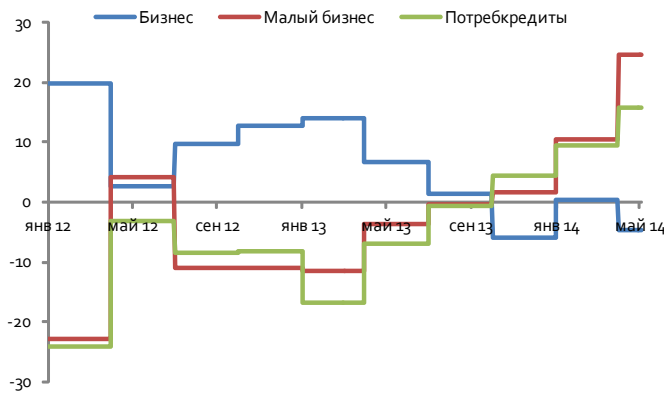
Вместе с тем, заемщики в целом позитивно смотрят на будущее и рассчитывают на смягчение требований по кредитам для малого бизнеса и потребкредитам в ближайшие 3 месяца. Пересмотр ожиданий произошел в начале 2014г. и мог быть вызван стабилизацией экономической ситуации (страны PIIGS держат курс на выход из спада), а также смягчением позиции М.Драги в рамках выступления на Всемирном экономическом форуме в Давосе.

Видимые изменения в кредитовании



Источник: Bloomberg, PSB Research

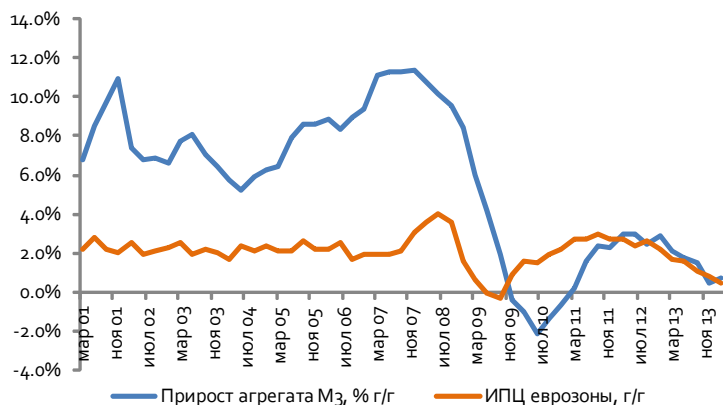
Ожидаемые изменения в кредитовании



Источник: Bloomberg, PSB Research

Какие негативные тенденции в регионе требуют реагирования ЕЦБ? Это, в первую очередь, продолжающийся делеверидж, который сдерживает экономический рост и «придавливает» инфляцию, что, в конечном счете, может обернуться «японским сценарием» для экономики.

Дефляционный шторм в еврозоне



Источник: Bloomberg, PSB Research

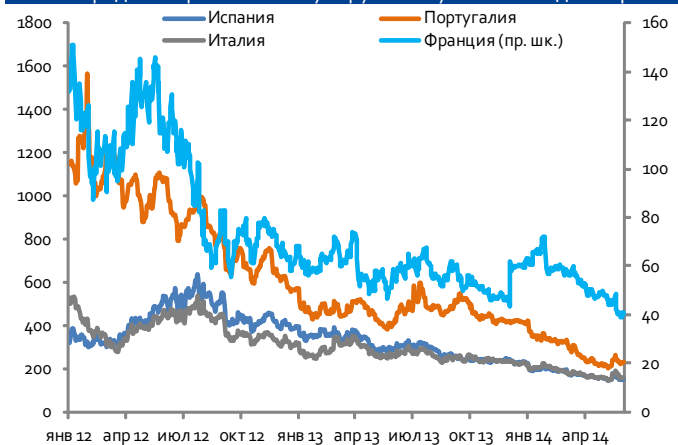
Так, как видно из графика выше, серьезное замедление темпов прироста агрегата М3 от уровня 4-6% г/г привело к отрицательному отклонению индекса потребительских цен от целевого ориентира центробанка в 2%. Отметим, что **ЕЦБ рассматривает динамику М3 как один из ключевых индикаторов будущего ценового давления.**

Текущая ситуация на финансовых рынках

В чем специфика нынешнего момента? В отличие от решений, принятых ЕЦБ в декабре 2011г. – феврале 2012г., состояние долгового рынка в настоящее время не вызывает опасений стабильности финансовой системы. Так, кредитные спрэды гособлигаций периферийных стран находятся в настоящее время на многолетних минимумах. При этом перекосы в распределении финансовых потоков в европейской банковской системе сократились и фактически вернулись на уровень, предшествовавший LTRO. Сокращение объемов требований и улучшение ситуации с распределением ликвидности в рамках Target2 совпали с сокращением баланса ЕЦБ приблизительно на треть - на 1 трлн евро с пиков, достигнутых летом 2012г.

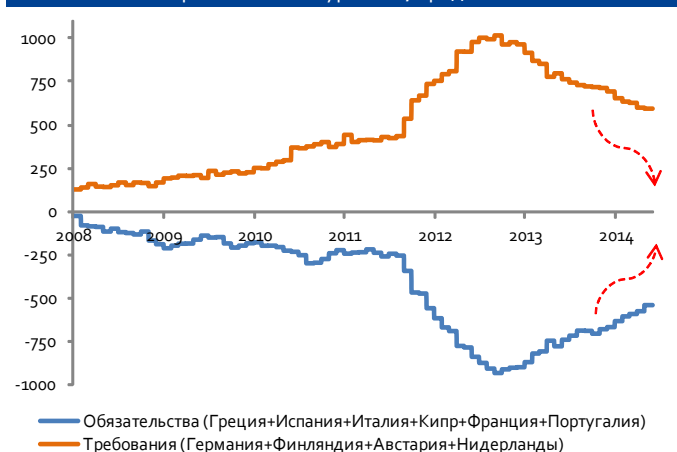
Почему же сокращается денежная база? ЕЦБ стерилизует ликвидность, действуя в рамках своей обязанности по снижению инфляционных рисков. По нашему мнению, текущие действия европейского регулятора не вполне адекватны – бурного роста кредитования и экономики нет. Поэтому и инфляционные риски, скорее, гипотетические. Безусловно, если начнется ускорение инфляции, то этот процесс будет сложно остановить, но **актуальны ли инфляционные риски? Мы считаем, что нет.**

Узкие спрэды в Европе не стимулируют покупки госбондов ЕЦБ



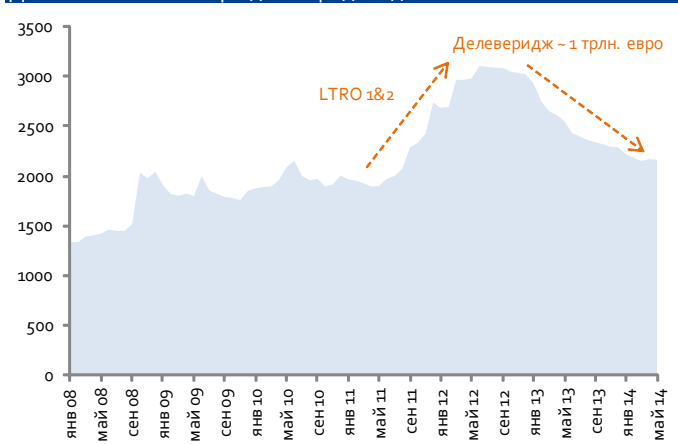
Источник: Bloomberg, PSB Research

"Обязательства-требования" на уровнях, предшествовавших LTRO



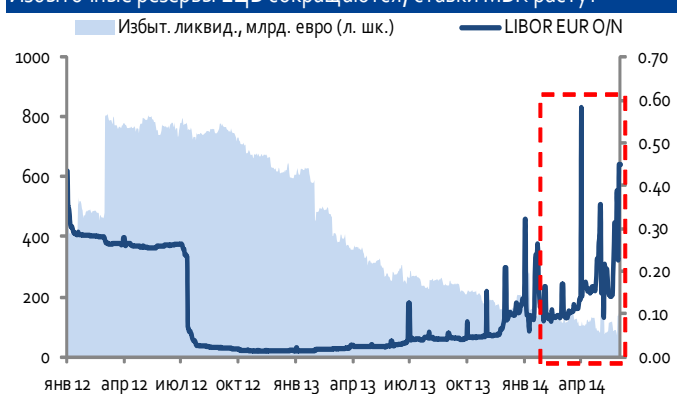
Источник: Bloomberg, расчеты Промсвязьбанка

Динамика баланса ЕЦБ: делеверидж в действии



Источник: Bloomberg, PSB Research

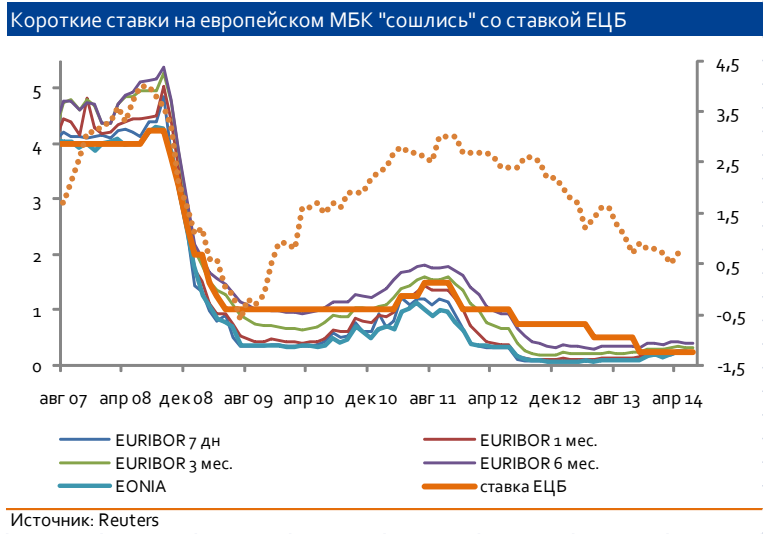
Избыточные резервы ЕЦБ сокращаются, ставки МБК растут



Источник: Bloomberg, PSB Research

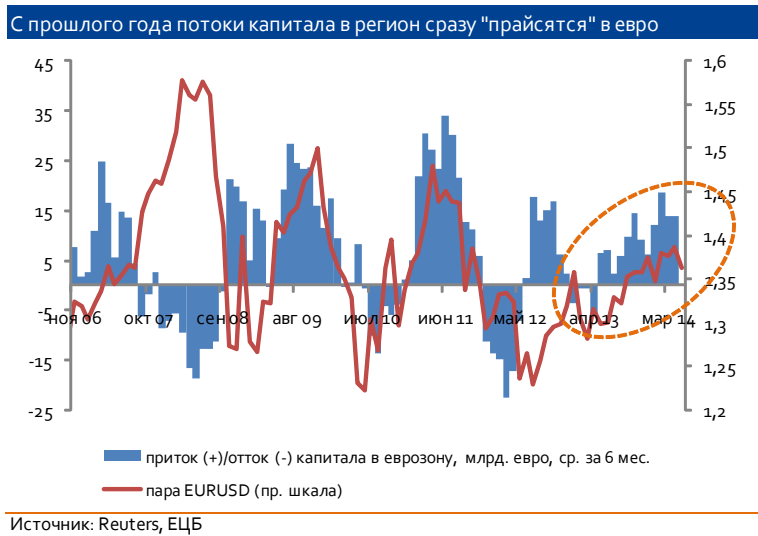
*Избыточные резервы = текущие счета и депозиты за вычетом отчислений по резервам и кредитов, выданных через механизм Marginal Lending Facility.

А вот сокращение объемов избыточной ликвидности (см. график выше) вызывает увеличение волатильности ставок на европейском МБК. Так, LIBOR EUR o/n вырос к многолетним максимумам, вопреки снижению ключевой ставки.



Основная проблема здесь заключается в сегментированности межбанковского рынка: ЕЦБ обеспечивает банки достаточной ликвидностью, однако многие средние и небольшие банки в проблемных странах, таких как Испания, Португалия, Греция, по-прежнему перегружены «плохими» долгами и испытывают трудности с получением доступа к финансированию. В свою очередь, удорожание фондирования никак не может способствовать ослаблению банками требований к заемщикам и активизации кредитования. Круг замкнулся.

Кроме того, показательно, что дефицит ликвидности привел к тому, что «короткие» ставки МБК (до 1 мес.) вплотную приблизились к ключевой ставке (см. график выше). Последний раз схожее сближение наблюдалось в 2011 г., потребовав от ЕЦБ программы количественного смягчения (возобновления снижения ставок и LTRO). Стоит также отметить, что ЕЦБ сейчас не может допускать роста «коротких» ставок ЗА свою ключевую ставку, как это было до кризиса 2008 года – это одновременно повышает инфляционные риски и угрозы средним банкам. **Именно поэтому мы ждем, что в этом году ЕЦБ не только снизит ключевую ставку (что парадоксальным образом в текущих условиях как раз снижает ценовые риски, пока ликвидность не идет в кредитование), но и вынужден будет изыскивать возможности для снижения ставок на МБК путем количественного смягчения.**



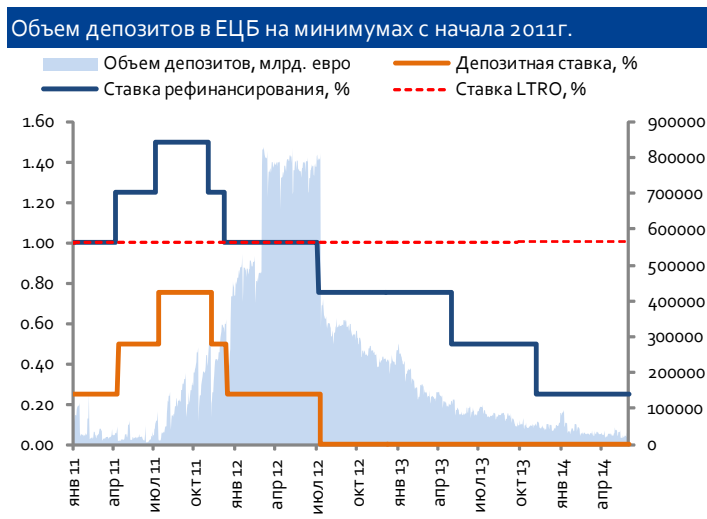
Еще один знаковый график (см. выше) наглядно подтверждает решающее влияние мер ЕЦБ по стерилизации ликвидности: с середины прошлого года потоки капитала в регион и евро вновь достаточно хорошо стали коррелировать, чего не наблюдалось со времени LTRO. Наблюдаемый приток был обеспечен делевереджем на рынках EM – развивающиеся страны «пострадали» за повышенные риски и циклическую слабость.

Что может предпринять ЕЦБ на ближайшем заседании 5 июня?

- 1) Понизить ключевую процентную ставку на 15 б.п. до уровня 0.1 процентных пункта;
- 2) Понизить ставку привлечения через «дисконтное окно» (Marginal Lending Facility, MLF) с 0.75% до 0.6%;
- 3) Опустить депозитную ставку в отрицательную область (-0.1%).

Понижение всех ключевых ставок ЕЦБ должно облегчить и удешевить доступ банков к краткосрочной ликвидности и может дестимулировать их размещать денежные средства на депозитах в ЕЦБ, а также ослабит спрос на МБК. По ожиданиям регулятора, это может способствовать и усилению перетока капитала в реальный сектор, оживит кредитование.

По нашему мнению, **эти шаги регулятора высоковероятны (90%), однако последние два будут нести мало экономического смысла:** объем депозитов на минимумах с начала европейского долгого кризиса летом 2011г., а понижение ставки по MLF не устранил сегментацию рынка МБК в Европе, вызванную различиями в кредитоспособности участников и не будет способствовать повышению доступности кредитных ресурсов. Кроме того, эксперимент со ставкой по краткосрочным депозитам почти год назад начал проводить Банк Дании, но закончил его в апреле, признав тем самым его неэффективность.



Источник: Bloomberg, PSB Research

Другой пакет мер может оказаться более действенным. Речь идет о новых мерах по обеспечению дополнительной ликвидности и кредитных послаблениях для бизнеса, в форме нового раунда программы LTRO или аналогичной программы, а также полноценной программы выкупа активов (количественного смягчения).

Особенностью новой программы LTRO может стать большая срочность (займы банкам под сверхнизкий процент будут предоставляться на 4-5 лет), а также мотивация ресурсополучателей к более направленному применению ликвидности для кредитования, а не для покупки гособлигаций. Однако у нас есть определенные опасения относительно того, что спрос на кредиты ЕЦБ в рамках очередного раунда долгосрочных операций по рефинансированию не будет высоким. Действительно, если вспомнить 2012 год, то львиная доля выделенных в рамках предыдущих 2-х раундов денежных средств вернулась в ЕЦБ досрочно ввиду как относительной дороговизны (1% годовых, тогдашняя ключевая ставка), так и трудностей с их размещением из-за отсутствия приемлемых по качеству инструментов.

Отметим также возможность запуска полноценной программы количественного смягчения – наиболее действенной, судя по опыту ФРС, меры «очистки балансов». Однако здесь есть ряд особенностей: мандат ЕЦБ запрещает прямую покупку долговых обязательств стран еврозоны, поэтому речь может идти о выкупе кредитов компаний и населения. Для того чтобы запустить этот процесс, наиболее логичным шагом может стать секьюритизация кредитных портфелей банков, упаковка их в CDO и последующий выкуп высших (с рейтингом AAA) траншей Европейским Центральным Банком. Основной проблемой здесь является то, что как такового рынка секьюритизированных кредитов в Европе в настоящее время нет, но регулятор готов способствовать его формированию. **В этой связи мы считаем, что шансы на анонсирование запуска программы выкупа активов именно в июне не очень высоки (не выше 30-40%),** однако М. Драги может подробно остановиться на этой проблематике в рамках своей пресс-конференции и может, в том числе, обговорить тайминг и объемы запуска подобной программы.

На наш взгляд, именно выкуп активов мог бы стать наиболее действенным «лекарством» для Европы, потенциально позволяющим убить сразу двух зайцев: стимулировать выход из дефляционного штопора и способствовать повышению спроса на кредиты, а также «разгрузить» балансы европейских коммерческих банков и способствовать их приведению в соответствие с требованиями Базель-3.

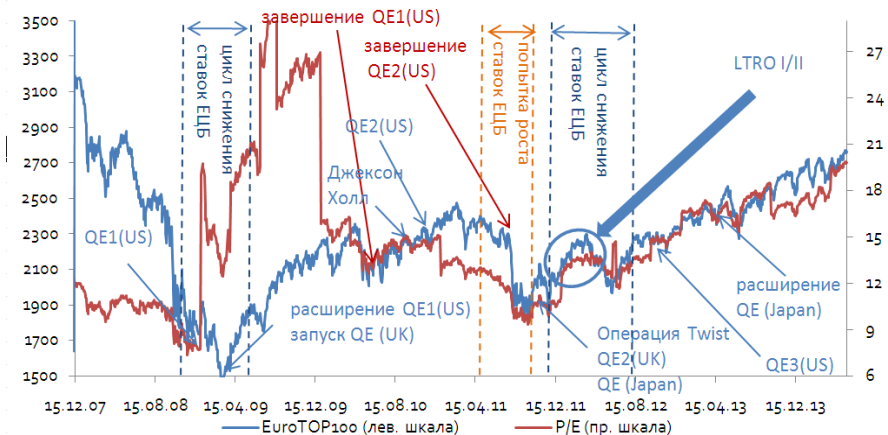
Решения ЕЦБ по выкупу активов могут стимулировать аппетит к риску не только на европейских рынках капитала, но и по всему миру, способствуя сужению кредитных спредов и дальнейшему росту на рынках акций. Кроме того, движение по ставкам и анонсирование нестандартных механизмов монетарной политики могут развернуть тренд на валютном рынке в сторону укрепления доллара на фоне сокращения объемов покупок активов со стороны ФРС. Но все это произойдет лишь в краткосрочной перспективе.

Среднесрочно же ослабление евро может уже не оказать решающего влияния на экономику региона. Во-первых, отметим, что профицит торгового баланса еврозоны в период «сильного» евро достиг исторических максимумов - конкурентоспособность продукции, производимой в еврозоне, на внешних рынках сильно не ослабла. А это означает, что курсовая эластичность спроса невысока.

Во-вторых, пример Банка Англии и Банка Японии показывает, что слабая валюта способна помочь экспорту, однако серьезно снижает покупательскую способность рядового потребителя (а средний класс отнюдь не богатеет в текущей экономической парадигме) из-за удорожания импорта. То есть положительный макроэкономический эффект от слабой валюты в среднесрочной перспективе отнюдь не так очевиден, как это считается.

Как это ни парадоксально, но запуск новых стимулов ЕЦБ может привести к развороту тренда на европейском облигационном рынке (в среднесрочной, а не краткосрочной перспективе), поскольку ослабление курса единой европейской валюты вынудит инвесторов к частичному сворачиванию старательно выстроенных в последние 2 года carry trade стратегий (с наиболее вероятными валютами фондирования – йена и доллар). Учитывая невысокие отметки по доходностям облигаций стран ЕС, ближайшие 1-2 месяца могут стать хорошим моментом для выхода.

Значимые решения ведущих центробанков и позиции рынка акций Европы

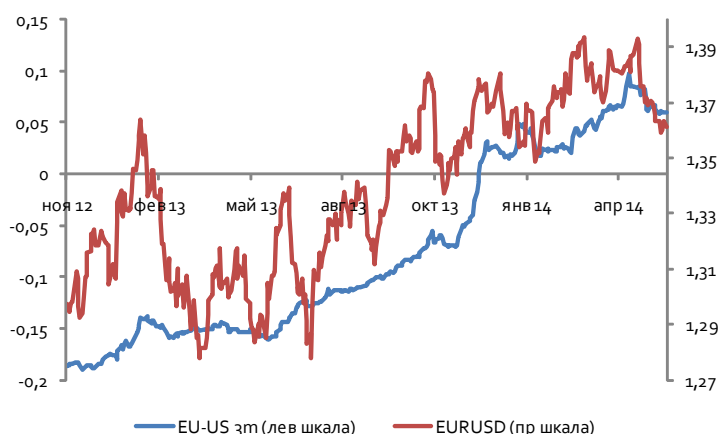


Источник: Reuters

А вот рынки акций, напротив, могут продолжить наслаждаться ликвидностью. Еще сильны ожидания ускорения экономик развитых стран и запуска инфляции в среднесрочной перспективе, рынки EM – заметно перепроданы, от Китая сильного негатива не поступает, а перспективы повышения ставок в США и еврозоне призрачны. **Почему бы в случае программы количественного смягчения не использовать евро для покупок рискованных активов, в первую очередь акций (сырье будет интересно, когда действительно начнет ускоряться инфляция)?** Да и если посмотреть на историю последних лет, именно программы ведущих ЦБ «двигали» рынки и их оценки вверх – частично ликвидность шла в акции, как наиболее подвижный инструмент.

Любопытно ситуация может развиваться и на валютном рынке. В последнее время, в условиях дефицита «евровой» ликвидности, пара EURUSD достаточно неплохо отражала поток капитала и двигалась синхронно с разницей в ставках LIBOR в евро и долларах.

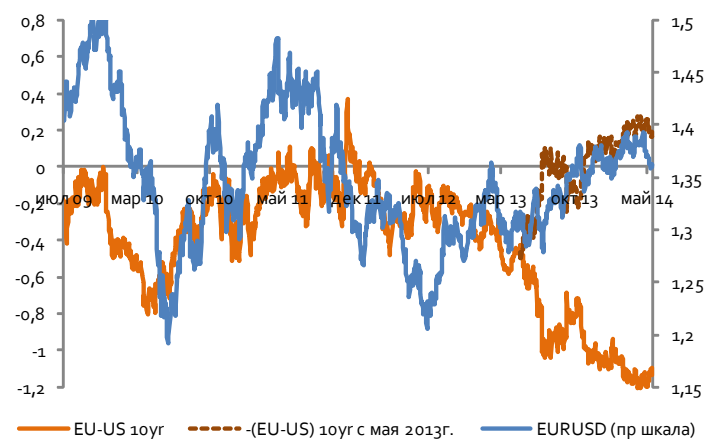
Динамика фондирования (ставок на МБК) в Европе идет вместе с евро



Источник: Reuters

Достаточно интересной, на наш взгляд, стала взаимная динамика rate differential и пары EURUSD. Их тренды стали зеркальными, причем последний год их «однотрендовость» выглядит достаточно устойчивой.

Евро уже почти год движется вместе с обратным 10-летним rate differential



Источник: Reuters

Связано это с тем, что репатрируемые евро возвращаются в первую очередь в рынок бондов еврозоны и далее стерилизуются. А свободных евро для арбитража на других рынках (в первую очередь на рынке гособлигаций США) пока нет. **Программа ЕЦБ может вернуть традиционные схемы к жизни и способствовать сужению дифференциала ставок.** Мы рассчитываем, что снижение ставок опустит пару EURUSD к 1,35, а запуск программы выкупа активов – к 1,30-1,33.

ОАО «Промсвязьбанк»
PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22
e-mail: RD@psbank.ru
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>

PSB RESEARCH

Николай Кашцев Директор по исследованиям и аналитике	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
Роман Османов Управляющий по исследованиям и анализу глобальных рынков	OsmanovR@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
Илья Фролов	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06
Олег Шагов	Shagov@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
Игорь Нуждин	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА

Игорь Голубев	GolubevIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29
Елена Федоткова	FedotkovaEV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-16
Алексей Егоров	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48
Александр Полюттов	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54
Алина Арбекова	ArbekovaAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17
Дмитрий Монастыршин	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
Дмитрий Грицкевич	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Пётр Федосенко	FedosenkoPN@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
Богдан Круть	KrutBV@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
Иван Хмелевский	Khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
Ольга Целинина	TselininaOI@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ

Юлия Рыбакова	Rybakova@psbank.ru	+7 (495) 705-90-68
Евгений Жариков	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-90-96
Денис Семеновых	SemenovykhDD@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14
Николай Фролов	FrolovN@psbank.ru	+7 (495) 228-39-23
Борис Холжигитов	KholzhigitovBS@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин	Skabelin@psbank.ru	+7 (495) 411-51-34
Иван Заволоснов	ZavolosnovIV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54
Александр Сурпин	SurpinAM@psbank.ru	+7 (495) 228-39-24
Виктория Давитиашвили	DavitashviliVM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков	KulakovAD@psbank.ru	+7 (495) 411-51-33
Михаил Маркин	MarkinMA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ

Сергей Миленин	Milenin@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21
Александр Бараночников	Baranoch@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко	NaumenkoPA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17
Сергей Устиков	UstikovSV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17
Александр Орехов	OrehovAA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19
Игорь Федосенко	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
Виталий Туруло	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39

ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски.

ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.