

## Специальный комментарий

# ЕЦБ: денежно-кредитная политика в стиле post-Lehman

На фоне неослабевающего долгового кризиса ЕЦБ по итогам очередного заседания Совета управляющих 6 октября (последнего под председательством Ж.-К. Трише) пополнил «копилку» своих антикризисных мер новыми инструментами. Если быть предельно корректными, регулятор фактически принял решение вернуться к денежно-кредитной политике в стиле post-Lehman с тем лишь исключением, что ставка, похоже, останется на уровне 1.5% в ближайшее время.

ЕЦБ проведет в ноябре-декабре два аукциона по предоставлению ликвидности на срок 12 и 13 месяцев, а также перезапустит в ноябре программу покупки обеспеченных облигаций (CBPP2, Covered Bond Purchase Programme) все с той же целью – предотвратить «схлопывание» ликвидности в банковской системе.

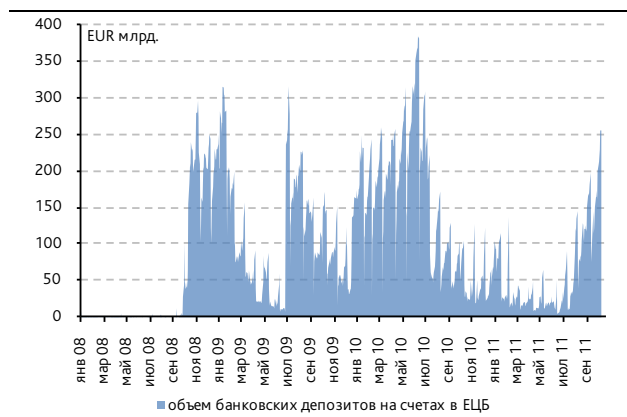
Мы полагаем, что принятые ЕЦБ дополнительные меры позволят снизить напряженность на рынках, но лишь на время. Ухудшение ситуации в банковской сфере вызвано, прежде всего, проблемой суверенных долгов, которая уже стала системной и требует такого же, системного решения, которое должно исходить скорее из Брюсселя (штаб-квартира Еврокомиссии), нежели чем из Франкфурта-на-Майне (штаб-квартира ЕЦБ).

Алексей Тодоров  
+7 495 647-23-62  
[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

Состоявшееся 6 октября очередное заседание Совета управляющих ЕЦБ ознаменовало фактический возврат регулятора к инструментам денежно-кредитной политики, которая проводилась после банкротства Lehman Brothers в сентябре 2008 г. Несмотря на видимое отличие в виде сохранения ставки на уровне 1.5%, регулятор принял решение возобновить (или продлить) действие сразу нескольких [нестандартных мер поддержки](#).

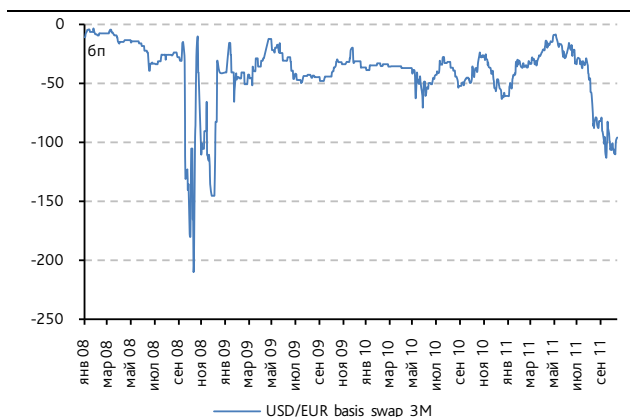
Причиной, подтолкнувшей ЕЦБ к заметному увеличению числа антикризисных мер, послужила уже не раз упоминавшаяся нами возрастающая напряженность в банковском секторе еврозоны. Кредитные организации, опасаясь потенциального резкого усугубления долгового кризиса (в том числе и дефолта Греции) и, как следствие, убытков по госбумагам «периферийных» стран, предпочитают не выводить свободные денежные средства на межбанковский рынок, а направлять их на безопасные депозиты в ЕЦБ. Представленная ниже диаграмма 1 наглядно демонстрирует возникшее между банками недоверие. Объем депозитов в ЕЦБ к настоящему моменту достиг максимума с июня-июля 2010 г., когда рынки только начинали успокаиваться после первого bailout Греции. Тем временем, объем, выбираемый банками в рамках еженедельных аукционов по предоставлению 7-дневной ликвидности в евро (**MRO, Main Refinancing Operations**), возрос до уровней начала 2011 г., что явственно указывает на ухудшение ситуации на межбанковском рынке.

ДИАГРАММА 1. ОБЪЕМ ДЕПОЗИТОВ БАНКОВ В ЕЦБ, 2008-2011



Источник: ЕЦБ

ДИАГРАММА 2. 3-МЕСЯЧНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ БАЗИСНЫЙ СВОП USD/EUR, 2008-2011



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

Дополнительным очагом напряженности остается ситуация с долларовой ликвидностью в еврозоне, частным проявлением которой является достижение локальных минимумов по 3-месячным межвалютным свопам USD/EUR (см. диаграмму 2). Данный факт является отражением ожиданий участниками рынка пониженного спроса на евро и значительную потребность в долларах (подробнее о ситуации с долларовой ликвидностью в Европе см. [«Стратегию долговых рынков: октябрь 2011 г.»](#))

Для купирования негативных тенденций на рынке евровой ликвидности, ЕЦБ принял решение продлить действие нестандартных параметров по аукционам со сроками 7 дней, а также 1 месяц и 3 месяца. Последние являются инструментами долгосрочного рефинансирования (**LTRO, Long-Term Refinancing Operations**). Таким образом, банки еврозоны вплоть до конца второго квартала 2012 г. смогут, как и прежде, получить у регулятора неограниченный объем средств по фиксированной ставке (в случае с трехмесячными и годовыми кредитами ставка будет исчисляться как среднее арифметическое ставок MRO за период действия кредита).

Потребности европейских банков в долларовой ликвидности ЕЦБ планирует и дальше удовлетворять за счет предоставления **7-дневных USD-кредитов в рамках своп-соглашения с ФРС** (продлено до 1 августа 2012 г.). Кроме того, согласно принятому в середине сентября решению, ЕЦБ в октябре, ноябре и декабре проведет по одному аукциону по предоставлению банкам долларовой ликвидности на срок около 3 месяцев. Схематичное описание «линейки» актуальных антикризисных мер ЕЦБ представлено в таблице 1.

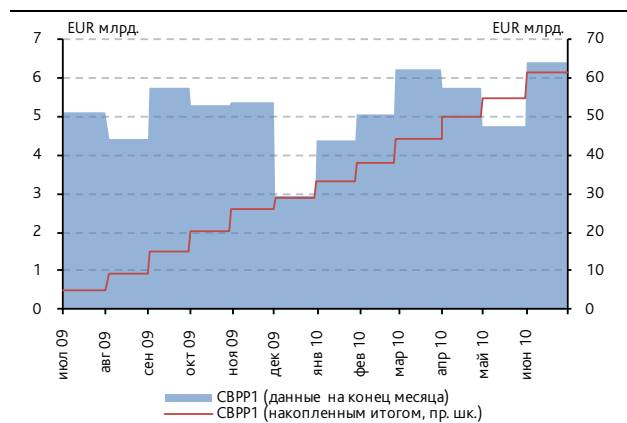
ТАБЛИЦА 1. АНТИКРИЗИСНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ЕЦБ

Инструмент ДКП	Основные параметры	Периодичность/Срок действия	Преследуемая ЕЦБ цель
7-дн. MRO	неограниченный объем, фиксированная ставка	еженедельно, до 10 июля 2012 г.	предоставление ликвидности банковскому сектору
1-мес. LTRO	неограниченный объем, фиксированная ставка	не определен, до 10 июля 2012 г.	предоставление ликвидности банковскому сектору
3-мес. LTRO	неограниченный объем, фиксированная ставка	ежемесячно, до июня 2012 г. включительно	предоставление ликвидности банковскому сектору
12-мес. LTRO	неограниченный объем, фиксированная ставка	2 аукциона, ноябрь-декабрь 2011 г.	предоставление ликвидности банковскому сектору
7-дн. USD-кредиты	аукционы РЕПО, неограниченный объем, фиксированная ставка, через своп-линию с ФРС	еженедельно, до 1 августа 2012 г.	удовлетворение потребности банков в коротком USD-фондировании
3-мес. USD-кредиты	аукционы РЕПО, неограниченный объем, фиксированная ставка, через своп-линию с ФРС	3 аукциона в октябре, ноябре и декабре 2011 г.	удовлетворение потребности банков в коротком USD-фондировании
своп-линия с Банком Англии	до GBP10 млрд.	до 28 сентября 2012 г.	удовлетворение возможной потребности Банка Ирландии в GBP-фондировании
CBPP2	покупки обеспеченных облигаций на первичном и вторичном рынках, объем - EUR40 млрд.	ноябрь 2011 г. – декабрь 2012 г.	предоставление ликвидности банковскому сектору
SMP	покупки гособлигаций на вторичном рынке, неограниченный объем	нет ограничений	снижение доходностей по госбумагам проблемных стран

Источник: ЕЦБ, НБ «Траст»

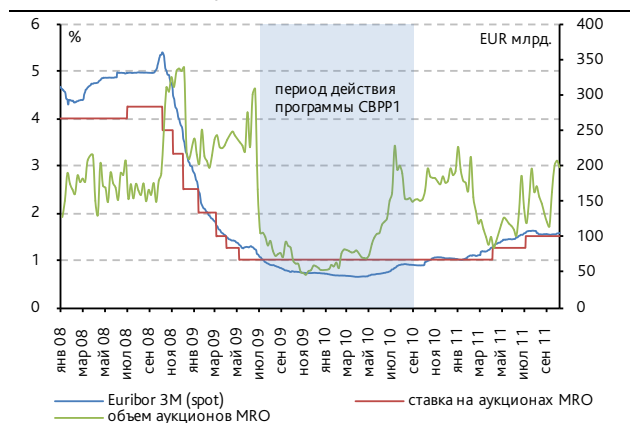
Помимо аукционов в евро и долларах, еще одним средством, призванным обеспечить повышение уровня ликвидности в системе, должна стать **«реинкарнация» CBPP** – ЕЦБ планирует выкупить на первичном и вторичном рынках дополнительно EUR40 млрд. обеспеченных облигаций. Напомним, первый этап программы состоялся в июле 2009 – июне 2010 гг., а его объем составил EUR60 млрд. Как видно из диаграммы 3, объем выкупаемых ЕЦБ с рынка бумаг был практически равномерно распределен по всему периоду действия программы CBPP1. Действенность программы нашла свое отражение в снижении ставок денежного рынка еврозоны. 3-месячный Euribor-спот в течение всего действия CBPP1 находился ниже ставки MRO, что нашло отражение в существенном снижении объемов ликвидности, занимаемых банками у ЕЦБ в рамках регулярных 7-дневных операций (см. диаграмму 4). Исключением стал лишь период с мая по август 2010 г., когда даже в условиях комфортных ставок межбанковского рынка был отмечен высокий спрос на аукционах MRO. Причинами, как и в рассмотренном выше случае с объемом депозитов в ЕЦБ, послужили отголоски первого греческого bailout.

ДИАГРАММА 3. ИСПОЛНЕНИЕ ПРОГРАММЫ CBPP, ИЮЛЬ 2009 – ИЮНЬ 2010



Источник: ЕЦБ, Bloomberg, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 4. СПОТ-СТАВКА EURIBOR 3М И ПАРАМЕТРЫ АУКЦИОНОВ MRO, 2008-2011



Источник: ЕЦБ, Bloomberg, НБ «Траст»

С нашей точки зрения, основное отличие CBPP2 от его предшественника состоит в смене приоритетности целей. В начале мая 2009 г, когда было принято решение о запуске CBPP1, ЕЦБ ставил перед собой задачу повысить ликвидность рынка обеспеченных облигаций и стимулировать кредитование, а также снизить ставки денежного рынка посредством предоставления банкам дополнительной ликвидности. В настоящий момент именно предоставление ликвидности является, в нашем понимании, главной целью ЕЦБ. Если предположить, что параметры выкупа бумаг будут примерно теми же, что и при CBPP1, то у европейских банков появится дополнительный источник долгосрочного фондирования: средняя дюрация выкупленных ЕЦБ в июле 2009 – июне 2010 гг. облигаций составила 4.12 лет.

Хотя детальные параметры CBPP2 будут представлены лишь по итогам заседания ЕЦБ 3 ноября, мы полагаем, что принципиальных отличий от [первой версии программы](#) они не претерпят. Напомним, в рамках CBPP ЕЦБ, а также центральные банки стран еврозоны, составляющие вместе Евросистему, осуществляли выкуп обеспеченных облигаций на первичном и вторичном рынках. Основными требованиями к бумагам являлись: объем выпуска не менее EUR500 млн. и рейтинг не ниже «AA», по крайней мере, от одного из четырех агентств (Moody's, S&P, Fitch и DBRS). В отдельных случаях банкам Евросистемы разрешалось на свое усмотрение снижать требования к бумагам до EUR100 млн. по объему и «BBB-/Baa3» по рейтингу.

Между тем мы не стали бы переоценивать угрозу для качества баланса ЕЦБ со стороны программ CBPP. Обеспеченные облигации, подпадающие под программу регулятора, принципиально отличаются от, например, ипотечных облигаций (**MBS, Mortgage Backed Securities**), прежде всего, параметром требований к должнику. В первом случае активы-«покрытие» остаются на балансе выпускающей облигации банка, и кредиторы пользуются правом взыскания на все имущество должника. В случае с ипотечными бумагами право требования возникает только по денежному потоку от секьюритизированных активов, что делает данные облигации потенциально более рисковыми.

Особняком среди антикризисных мер ЕЦБ стоит программа выкупа суверенных облигаций проблемных стран еврозоны (**SMP, Securities Markets Programme**), запущенная в начале мая 2010 г. с целью снизить ставки на рынке госдолга. К настоящему моменту регулятор аккумулировал у себя «периферийного» госдолга на сумму EUR163 млрд. Мы подробно рассматривали последние тенденции в рамках SMP в [«Стратегии долговых рынков: октябрь 2011 г.»](#). Хотелось лишь еще раз отметить, что, в нашем понимании, ЕЦБ и после вступления в силу реформы европейского «стабфонда», EFSF, вынужден будет остаться на рынке госдолга еврозоны.

Мы полагаем, что принятые ЕЦБ дополнительные меры позволят снизить напряженность на рынках, но лишь на время. Ухудшение ситуации в банковской сфере вызвано, прежде всего, проблемой суверенных долгов, которая уже стала системной и требует такого же, системного, решения, которое должно исходить скорее из Брюсселя (штаб-квартира Еврокомиссии), нежели чем из Франкфурта-на-Майне (штаб-квартира ЕЦБ).

Руководитель инвестблока

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

## Дирекция анализа долговых рынков

[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

+7 495 789-36-09

## Дирекция финансовых рынков

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)

+7 495 647-25-92

## Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

[leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)

## Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов

+7 495 647-25-98

[dmitry.igumnov@trust.ru](mailto:dmitry.igumnov@trust.ru)

## Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

## Торговые операции

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

[andrey.trufakin@trust.ru](mailto:andrey.trufakin@trust.ru)

## Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)

Дмитрий Турмышев

+7 495 647-25-89

[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

Петр Макаров

+7 495 647-25-77

[petr.makarov@trust.ru](mailto:petr.makarov@trust.ru)

## Клиентские продажи

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

[aleksandr.khlopetsky@trust.ru](mailto:aleksandr.khlopetsky@trust.ru)

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

[olesya.kurbatova@trust.ru](mailto:olesya.kurbatova@trust.ru)

Артем Петросьян

+7 495 647-25-67

[petrosyan.artem@trust.ru](mailto:petrosyan.artem@trust.ru)

Яна Шнайдер

+7 495 647-25-74

[yana.shnayder@trust.ru](mailto:yana.shnayder@trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.