



Каким будет вектор движения Евро после заседания ЕЦБ?

ЕЦБ на прошлой неделе объявил большой список мер монетарного смягчения, которые будут задействованы уже в ближайшие месяцы. Кроме понижения учетной и депозитной ставок, ЕЦБ решил отказаться от стерилизации суверенного долгового портфеля, что означает немедленный впрыск в систему 165 млрд. евро или 225 млрд. долларов, своего рода мини-QE.

Кроме того, ЕЦБ запустит два четырехлетних целевых LTRO в сентябре и декабре этого года на общую сумму около 400 млрд. Но средства от этих LTRO должны будут пойти на кредитование частного сектора. Далеко не все банки захотят этим воспользоваться. Для тех банков, которые не пожелают увеличивать кредитование, будет предложено классическое 2-х летнее LTRO. Средства от этого LTRO пойдут на увеличение ликвидности в европейской финансовой системе и должны будут ослабить евро. Но влияние этих программ может быть ограничено, т.к. фактически эти кредиты будут призваны заменить LTRO 1 и 2, срок погашения которых наступает осенью этого года и зимой следующего.

Поведение рынка в первые дни после заседания ЕЦБ показало, что данные меры не смогли вызвать сильное движение на рынке. По сути ЕЦБ никого не удивил. Снижение депозитной ставки на столь малые 0,1% едва ли может поспособствовать сильному падению евро. Более того, Драги предупредил, что не стоит более ожидать новых понижений ставок. Есть только один пример в истории, когда ЦБ снижал депозитную ставку ниже 0%. Это ЦБ Дании 2 года назад. И это действие решительно не вызвало никакого эффекта, с тех пор датская крона только крепнет, а экономика Дании уже больше года балансирует на уровне рецессии.

ЕЦБ оставил 2 козыря в своей колоде. Это программа выкупа ценных бумаг, обеспеченных активами (ABS) и долгожданная программа QE.

Судя по комментариям представителей ЕЦБ, программа выкупа ABS может быть объявлена в ближайшие месяцы, но ее объем едва ли будет большим хотя бы потому, что сам объем рынка ABS скромнен – около 100 млрд евро. Проведение QE, хотя и все еще возможно, но маловероятно в этом году, скорее ЕЦБ возьмет паузу до конца года, чтобы понять, какое влияние уже принятые решения окажут на экономику и инфляцию. Кроме того, решение по QE, если оно будет принято в этом году (в чем я сомневаюсь) , должно быть увязано с результатами стресс-тестов европейских банков, которые появятся только в октябре. Если же случится чудо, и европейская экономика начнет демонстрировать признаки инфляционного давления, вопрос QE может быть отложен в долгий ящик с последующим укреплением евро.

Для решения по QE есть как минимум одно препятствие – это членство в еврозоне Германии. Кроме того для QE есть масса препятствий в законодательстве ЕЦБ. Согласно правилу Тейлора, уже сейчас учетная ставка для Германии должна быть 4,5%, а для остальных стран еврозоны -1,5% (если бы отрицательная учетная ставка была возможна).

Кроме того, рынок недвижимости Германии близок к состоянию пузыря. Едва ли Бундесбанк захочет идти по пути Китая последних лет или Японии 80-х, чтоб надуть еще более сильный пузырь. Последствия могут быть плачевны и даже катастрофичны. Япония уже более 20 лет пожинает плоды своей безответственной монетарной политики 80-х годов.

Таким образом, в ближайшие месяцы нет смысла ожидать очень сильного падения евро. Опционная волатильность в паре Евро Доллар упала до минимальных в истории уровней в первые два дня после заседания ЕЦБ. Это значит, что рынок не ожидает от евро никаких интересных движений в любую сторону в ближайшие, как минимум, 3 месяца. Т.е. рынок в опционах заранее отыграл будущее движение курса пары на несколько месяцев вперед.

Принятых 5 июня действий явно не хватает, для разворота евро вниз. Снижение евро с 8 мая по 5 июня с 1.3995 до 1.35 – это и есть тот небольшой эффект, которого добился ЕЦБ. Дело в том, что если бы не заседание 8 мая (именно оно было ключевым, а не последнее), то Евро Доллар уже был бы выше 1,4. Надо отдавать отчет, что заявление Драги месячной давности, что ЕЦБ готов действовать, не случайно совпало именно с тем заседанием. Тогда, чуть более месяца назад в ЕЦБ поняли, что если не пообещать что-то рынку, то евро прорвет мощный технический уровень сопротивления 1.4, массовое закрытие шортов, хаос на валютном рынке и выход курса на 1.42-1.43 со всеми последствиями для европейской экономики. ЕЦБ не мог не видеть, что два месяца (март и апрель) евро формировало базу для такого движения.

Для серьезного падения ниже 1.30 ЕЦБ придется принять агрессивные меры вроде американского QE на европейский манер. Сильную валюту очень сложно «убить». Японскому ЦБ понадобилось пойти на беспрецедентный выкуп активов в размере 20% от ВВП в год, чтобы ослабить свою валюту всего на 30%. Но эти 30% падения иены только чуть более чем на половину компенсировало 40% укрепление японской валюты в кризисные и посткризисные годы периода 2007-2012.

ЕЦБ пока не готов так рисковать.

Евгений Зандман, CEO, ИК ЕвроТраст

ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал носит исключительно ознакомительный и информационный характер. Аналитический материал основан на информации, которой располагает Компания ЗАО "ЕвроТраст" на дату выхода аналитического обзора.

Аналитический материал не является предложением или рекомендацией к покупке либо продаже активов. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом материале, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в данном аналитическом материале.