

## ТОРГОВАЯ ИДЕЯ «Евро и сокращение избыточных резервов ЕЦБ»

Торговая идея:

Дата: **28 февраля 2013 г.**

Инструмент: **CURRENCYSHARES EURO TRUST**

Биржа: **NYSE Arca**

Тикер Bloomberg: **FXE US \$**

Тикер QUIK: **FXE\_NY**

Текущее значение: **\$130,33**

Краткосрочно: **покупать от \$129**

Уровень S/L: **ниже \$129**

Срок удержания позиции: **март 2013 г.**

Ожидаемая доходность: **4-5%**

Среднесрочно: **держать/продавать**

Срок удержания позиции: **конец 2013 г.**

### Краткосрочная идея: сокращение избыточных резервов ЕЦБ

- Досрочное погашение трехлетних кредитов LTRO коммерческими банками Еврозоны в январе-марте 2013 г. как признак общего оздоровления ситуации в банковском секторе Еврозоны.
- Сокращение избыточных резервов ЕЦБ провоцирует рост межбанковских ставок, повышая привлекательность евро.
- Продолжающееся давление на доллар США со стороны open-ended QE от ФРС на фоне сокращения баланса ЕЦБ.

### Риски:

- Политическая неопределенность в Италии.
- Значительное сокращение объемов досрочного погашения кредитов LTRO по первому и второму траншу.
- Расширение спрэдов на денежном и долговом рынке Еврозоны.

### Среднесрочная идея: слабость экономики

- Первые признаки выхода ФРС из политики ZIRP и "open-ended" QE на фоне стабилизации макроэкономических показателей США крайне негативно отразятся на позициях евро. К тому же ЕЦБ традиционно принимает решения об изменении монетарной политики с запаздыванием относительно ФРС США.
- Ужесточение фискальной политики в странах GIIPS.
- Расширение output gap между периферийными странами и ядром Еврозоны.

### Сопроводительные обзоры:

- Еврозона: вторая волна погашения LTRO, давление на евро и расширяющиеся спрэды
- Еврозона: сокращение дисбалансов TARGET2, приток капитала в PIIGS, расширение экспортного потенциала (14 февраля 2013 г.)
- Погашение LTRO, заседание ЕЦБ, француско-немецкий output gap... (3 февраля 2013 г.)
- Европейский рынок: банки возвращают трехлетние кредиты ЕЦБ (update) (31 января 2013 г.)
- Европейский рынок: банки возвращают трехлетние кредиты ЕЦБ (29 января 2013 г.)

## Еврозона: вторая волна погашений LTRO, давление на евро и расширяющиеся спрэды

Второй раунд досрочных погашений трехлетних кредитов LTRO ЕЦБ сокращает объем избыточных резервов в евро системе. Можно ожидать некоторого давления на межбанковские ставки, что должно вернуть интерес к евро. Однако продолжение итальянской политической нестабильности и продолжающееся ужесточение фискальной политики могут привести к росту доходностей облигации GIIPS и стоимости банковского фондирования, несмотря на то, что в системе остается большой навес избыточной ликвидности (почти 480 млрд. евро).

### График досрочных погашений LTRO

27 февраля 9 банков досрочно погасили кредиты по первому траншу LTRO (от 21 декабря 2011 г.) на сумму в 1,7 млрд. евро. Итого, с 31 января 2013 г., когда представилась возможность досрочного погашения кредитов ЕЦБ, коммерческие банки вернули 151,2 млрд. евро из всей суммы первого транша в 489,2 млрд. евро. Оставшаяся сумма долга оценивается в 338 млрд. евро.

Кроме этого, 27 февраля начался первый этап погашения второго транша LTRO (от 29 февраля 2012 г.) на сумму в 61,1 млрд. евро со стороны 356 кредитных организаций. После этой операции непогашенными останутся долгосрочные кредиты на 468,4 млрд. евро из всей суммы второго транша в 529,5 млрд. евро.

#### 3-лет. кредиты LTRO от ЕЦБ

дата	сумма, млрд. евро	кол-во банков, шт.
21.дек.11	489,2	523
29.фев.12	529,5	800

Источник: ЕСВ

### График досрочных погашений 3-лет. кредитов LTRO ЕЦБ

млрд. евро	27.фев.13	20.фев.13	13.фев.13	06.фев.13	31.январ.13	24.январ.13
Возврат LTRO I	1,7	3,8	5	3,5	137,2	-
кол-во банков	9	9	21	27	278	523
Возврат LTRO I нарастающим итогом	151,2	149,5	145,7	140,7	137,2	-
<b>оставшаяся сумма погашений LTRO I</b>	<b>338</b>	<b>339,7</b>	<b>343,5</b>	<b>348,5</b>	<b>352</b>	<b>489,2</b>
Возврат LTRO II	61,1	-	-	-	-	-
кол-во банков	356	800	-	-	-	-
Возврат LTRO II нарастающим итогом	61,1	-	-	-	-	-
<b>оставшаяся сумма погашений LTRO II</b>	<b>468,4</b>	<b>529,5</b>	-	-	-	-

Источник: ЕСВ

Досрочное погашение кредитов LTRO проходит каждую среду, график погашений на следующую неделю публикуется на [сайте ЕЦБ](#) каждую пятницу (15:00 мск).

Экономисты, опрошенные Bloomberg, ожидают погашений в рамках LTRO I в среднем на 205 млрд. евро (42% от всего объема), в рамках LTRO II – на 165 млрд. евро (31% от всего объема). Важно отметить, что количество прогнозов достаточно мало из-за сложностей оценки реальных объемов потенциальных погашений. Так, экономисты ожидали, что в рамках первого погашения LTRO II банки вернут 131 млрд. евро, однако ЕЦБ в прошлую пятницу сообщил о 61,1 млрд. евро, что хуже оценок в два раза. Новость негативно отразилась на позициях евро.

млрд. евро	Ожидаемый объем погашений	
	LTRO I	LTRO II
медиана	150	138
среднее	205	165
макс.	400	424
мин.	90	40

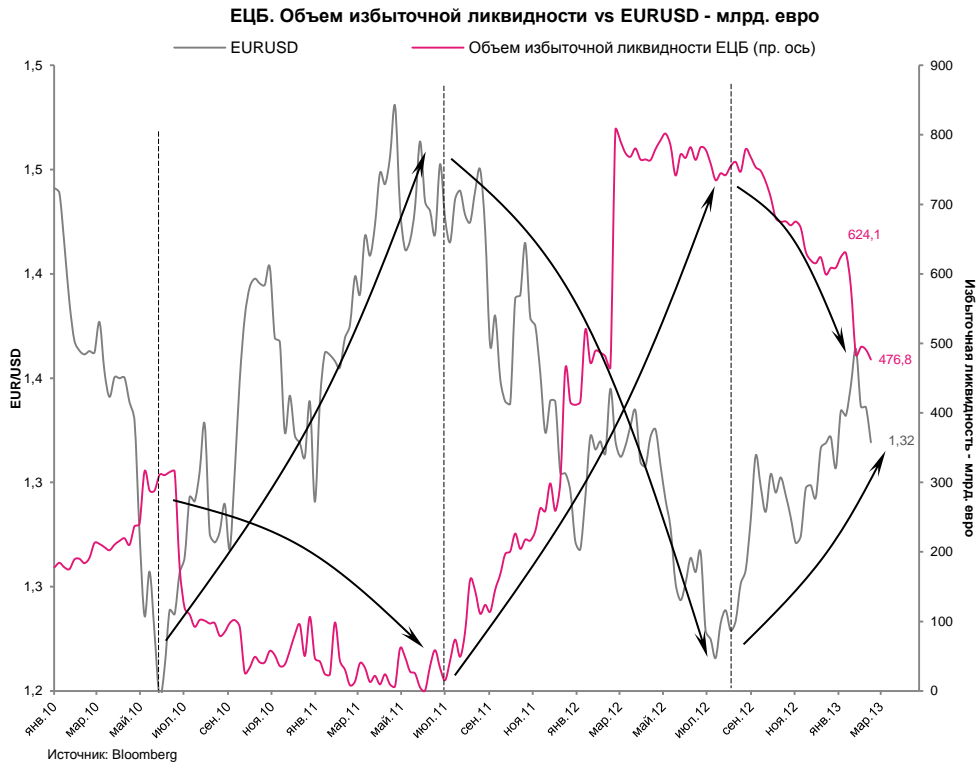
кол-во прогнозов	11	12
------------------	----	----

---

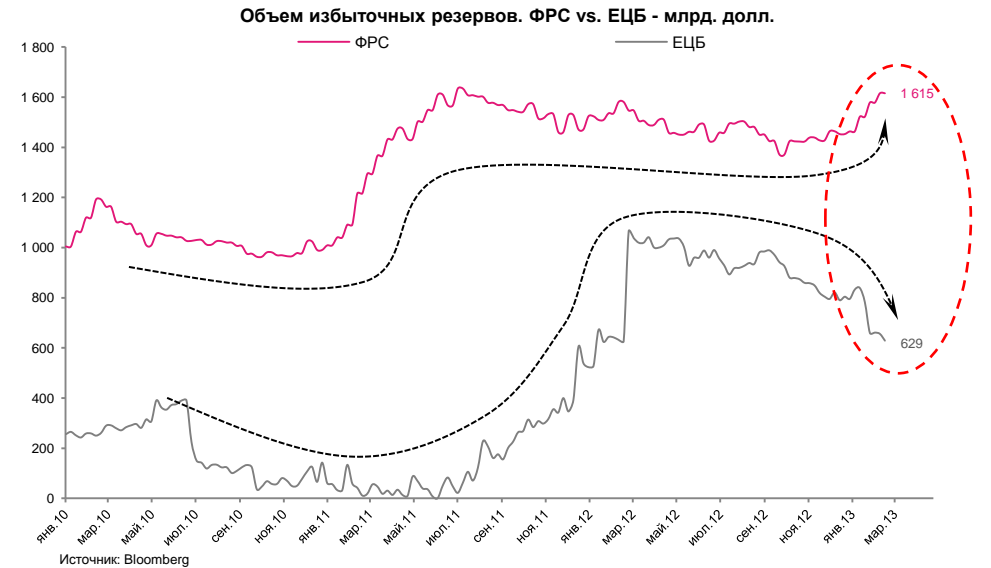
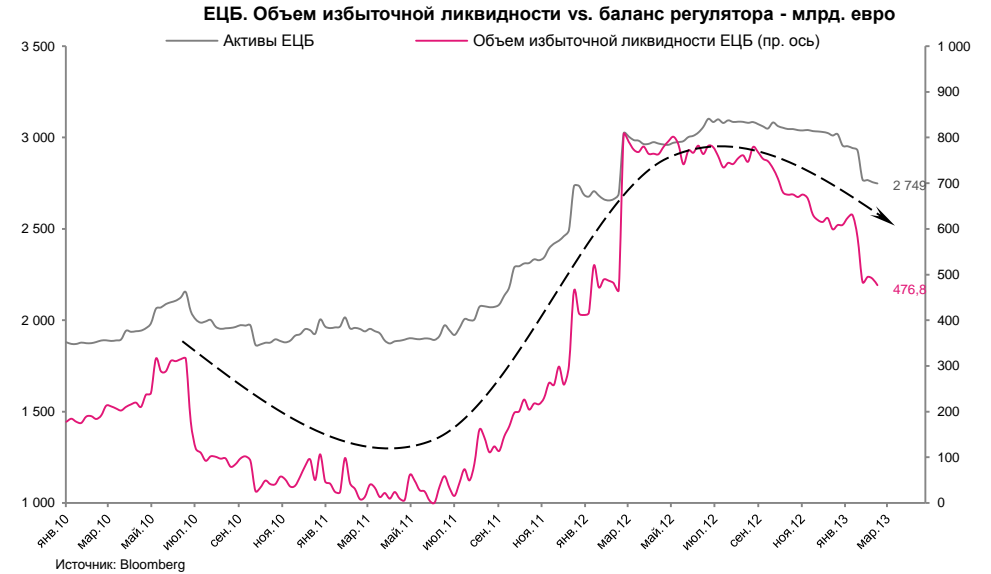
Источник: Bloomberg

### Сокращение избыточной ликвидности vs ставки на межбанке и евро

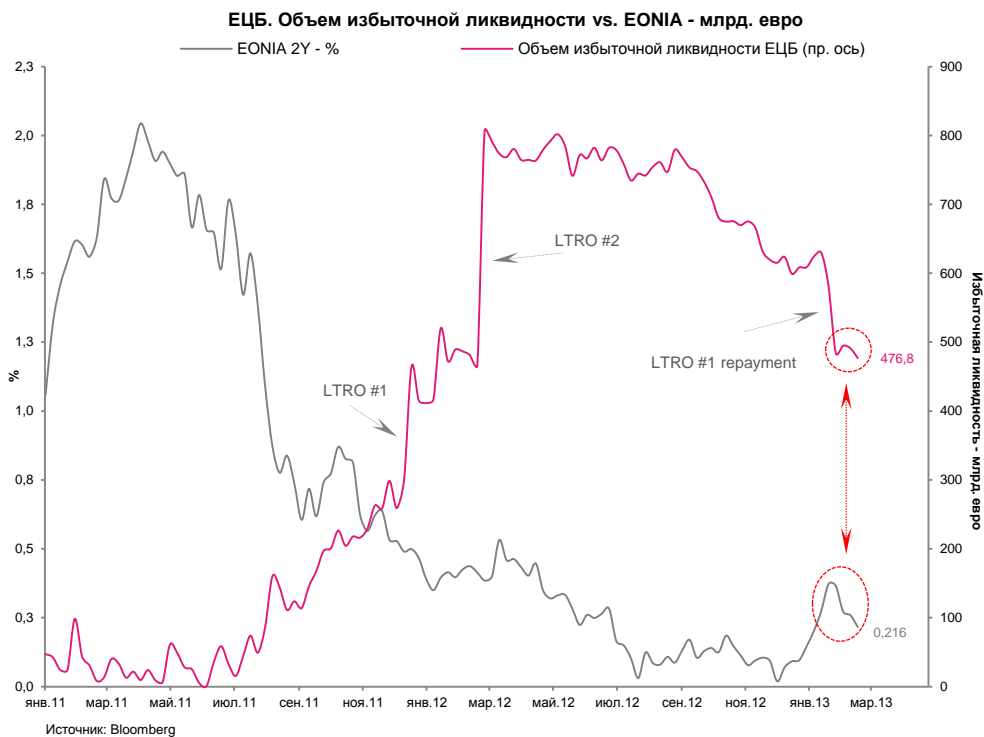
Погашения кредитов LTRO приводит к сокращению баланса ЕЦБ через уменьшение объема избыточных резервов. С января текущего года объем excess reserves сократился почти на 150 млрд. евро до 475 млрд. евро (на 24%).



Монетарная политика европейского регулятора сегодня идет вразрез с действиями ФРС, Банка Японии и Банка Англии, которые продолжают наращивать объемы избыточных резервов в рамках местных программ QE. Расширение баланса ФРС на фоне сужения баланса ЕЦБ с конца 2012 г. привело к повышенному спросу на единую валюту против доллара США.



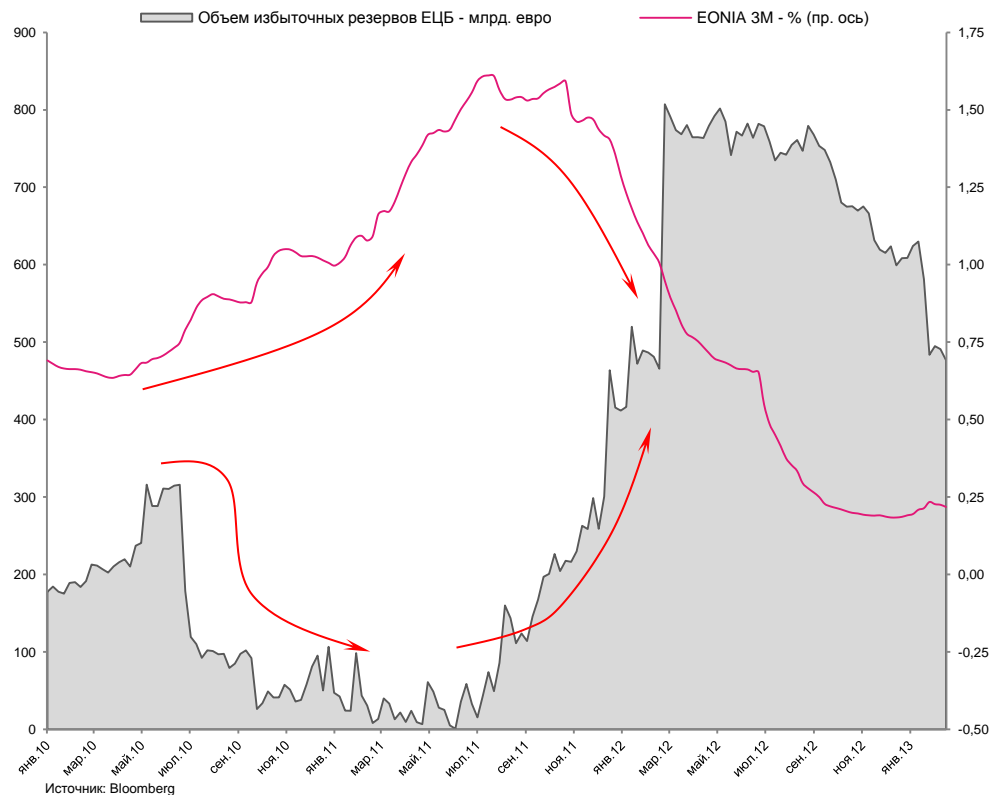
Избыточная ликвидность в евро системе на фоне незначительных объемов досрочных погашений по LTRO I, малых объемов возврата по LTRO II, неопределенности вокруг выборов Италии находится в последние недели около отметки в 480 млрд. евро. Стабилизация уровня избыточных резервов, против ожидаемого ранее их дальнейшего падения, привела к понижающему давлению на межбанковские ставки.



\*Избыточная ликвидность рассчитывается следующим образом: из суммы объемов средств на счетах депо (deposit facility) и текущих счетах (current accounts) вычитается средний объем обязательных резервов (average reserve requirements) и объем заимствований у ЕЦБ (marginal lending facility).

Под прессом объема избыточной ликвидности ставки пошли вниз, существенно улучшив ситуацию на межбанковском рынке Еврозоны с осени 2011 г.

**ЕЦБ. Объем избыточных резервов vs. межбанковские ставки**



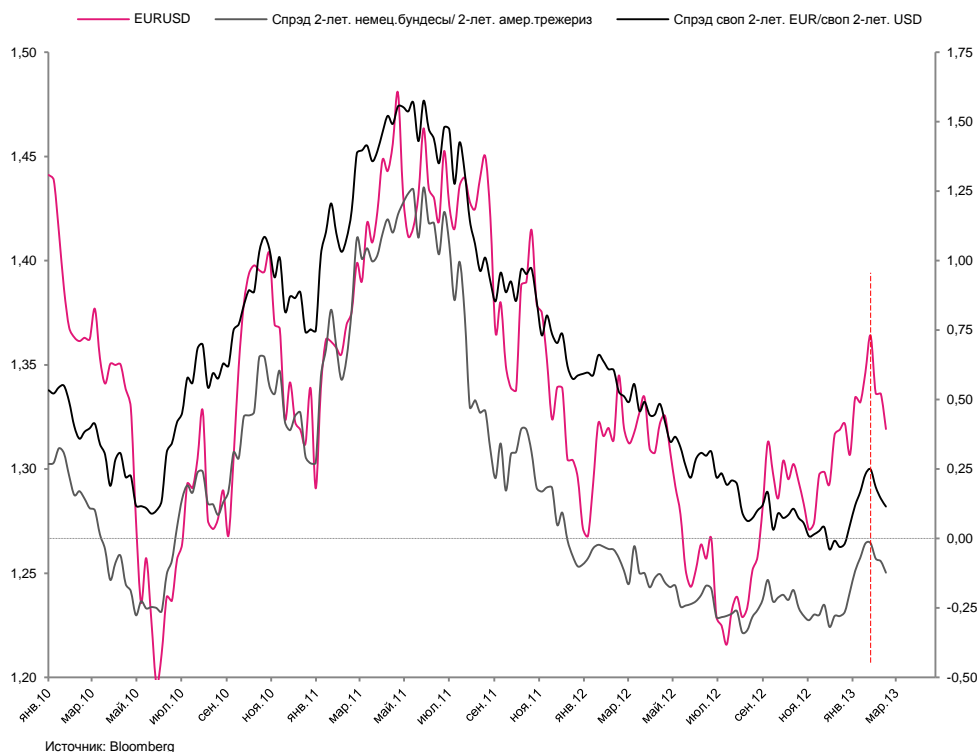
**Текущие ожидания по поводу продолжения итальянской политической нестабильности и ужесточения фискальной политики показывают, что доходности облигации GIIPS и стоимости банковского фондирования могут вновь начать расти даже несмотря на то, что досрочное погашение LTRO оставляет в евро системе большой объем избыточной ликвидности.**

### Евро vs. ключевые спреды денежного и долгового рынка

По этим же причинам в последние недели спреды между доходностями европейских и американских 2-летних бондов начали сокращаться. Интерес к евро стал пропадать.

Этому падению поспособствовал рост спроса со стороны банков на свопы евро/доллар - соответствующий 2-летний своп-базис сузился до -11,5 б.п. с -25 б.п. в начале февраля.

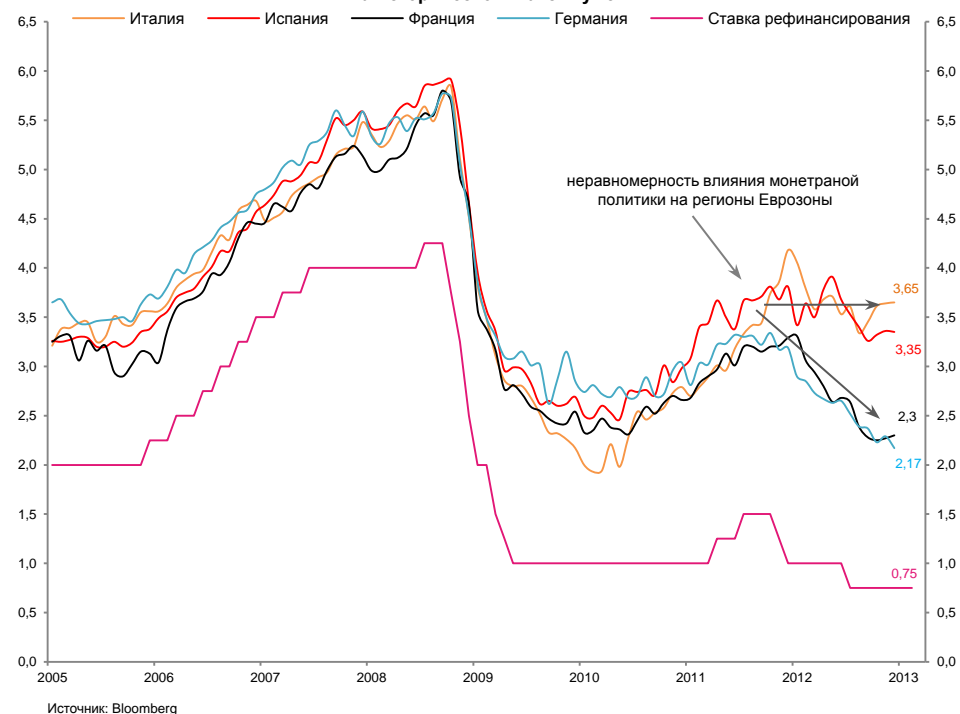
EUR/USD vs. основные спреды денежного и долгового рынка



### Неравномерная политика

Несмотря на массивные инъекции ликвидности со стороны ЕЦБ в виде кредитов LTRO и поддержание сверхмягкой монетарной политики, проценты по корпоративным кредитам в европейской периферии остаются высокими, разительно отличаясь от ситуации в Германии и Франции. Объем новых выданных кредитов нефинансовому сектору Еврозоны сокращается в течение восьми месяцев подряд. Монетарная политика ЕЦБ неравномерно распределяется по Еврозоне. Именно эта проблема должна быть в фокусе европейских регуляторов.

Спред между стоимостью (%) новых корпоративных кредитов Италии и Германии на историческом максимуме



Стоимость корпоративных кредитов в Италии и Испании начала расти в конце 2012 г. Гэп между периферийными странами и ядром Еврозоны продолжил расширяться. Занять деньги в Германии или Франции под новый бизнес сегодня почти в два раза дешевле, чем в Италии и Испании!

## Контакты:

Санкт-Петербург: 8 (812) 457 19 19, ул. Марата, 69-71, Бизнес-центр «Ренессанс Плаза»  
Москва: 8 (495) 981 06 06, Пречистенская наб., 17, Бизнес-центр «Баркли Плаза»

[www.brokerkf.ru](http://www.brokerkf.ru), [www.kfe.ee](http://www.kfe.ee)

### Отдел рыночного анализа и консультаций

Архипов Андрей  
[a.arhipov@brokerkf.ru](mailto:a.arhipov@brokerkf.ru)

Евдокиенко Василий  
[v.evdokienko@brokerkf.ru](mailto:v.evdokienko@brokerkf.ru)

Шагардин Дмитрий  
[d.shagardin@brokerkf.ru](mailto:d.shagardin@brokerkf.ru)

### Управление по работе с институциональными клиентами

Евдокимова Зоя (доб.44560)  
[z.evdokimova@brokerkf.ru](mailto:z.evdokimova@brokerkf.ru)

Иванов Дмитрий (доб. 44124)  
[d.ivanov@brokerkf.ru](mailto:d.ivanov@brokerkf.ru)

Капустянский Владимир (доб.44563)  
[v.kapustyansky@brokerkf.ru](mailto:v.kapustyansky@brokerkf.ru)

Кузнецов Игорь (доб.44145)  
[i.kuznetsov@brokerkf.ru](mailto:i.kuznetsov@brokerkf.ru)

Трошин Александр (доб. 44562)  
[a.troshin@brokerkf.ru](mailto:a.troshin@brokerkf.ru)

Хабазова Антонина (доб.44564)  
[a.khabazova@brokerkf.ru](mailto:a.khabazova@brokerkf.ru)

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях. Ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и КИТ Финанс (ООО) не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. КИТ Финанс (ООО) не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако КИТ Финанс (ООО) имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или проводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения КИТ Финанс (ООО). КИТ Финанс (ООО) не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений принятых на основании данной информации. КИТ Финанс (ООО) Лиц. ФСФР России на осуществление брокерской деятельности № 078-06525-100000 от 14.10.2003.

### Америка

- ✓ New York, USA
- ✓ Chicago, USA
- ✓ Toronto, Canada

### Прямой электронный доступ

- LSE
- NYSE, AMEX, NASDAQ
- XETRA
- ICE
- EUREX
- EURONEXT (Paris, France)
- CME-CBOT, CME-NYMEX, CME-COMEX
- LIFFE US
- CBOE
- MICEX-RTS
- PTC FORTS
- TSX
- HKEX

### Европа

- ✓ London, UK
- ✓ Frankfurt, Germany
- ✓ Paris, France
- ✓ Madrid, Spain
- ✓ Stockholm, Sweden
- ✓ Oslo, Norway
- ✓ Copenhagen, Denmark
- ✓ Zurich, Switzerland
- ✓ Warsaw, Poland
- ✓ Kiev, Ukraine

### Россия

- ✓ MICEX-RTS, FORTS
- ✓ RTS STANDARD
- ✓ MICEX-RTS

### Голосовой доступ

- TOKYO/OSAKA
- LME
- LSE EDX
- MADRID STOCK EXCHANGE
- NASDAQ OMX GROUP (Stockholm, Sweden)
- OBX
- NASDAQ OMXG (Copenhagen, Denmark)
- SIX
- WSE
- UKRAINE STOCK EXCHANGE

### Азия

- ✓ Tokyo, Japan
- ✓ Hong Kong

### О компании

- КИТ Финанс Европа – европейский лицензированный брокер\*
- Дата создания: 2005 г.
- Головной офис: Таллинн (Эстония)
- Филиалы: Лондон (Великобритания); Лимассол (Кипр)
- Представительство: Санкт-Петербург (Россия)

### Справочно

- Собственный капитал: более 30 млн. EUR
- Листинг-партнерство: Deutsche Boerse
- Торговый оборот: более 12 млрд. EUR\*\*
- Более 1 000 обслуживаемых клиентов
- Аудитор компании: Dopoway Assurance OU

### Преимущества

- Единый инвестиционный счет и единый терминал
- Выгодные тарифы
- Ведение счета в различных валютах, зачисление/вывод денежных средств в валютах: RUR, USD, EUR, GBP
- Электронный документооборот: подача неторговых поручений через систему Quik; быстрая конвертация денежных средств по выгодному курсу
- Субброкерские схемы для институциональных инвесторов
- Различные варианты агентской схемы
- IT-поддержка на время работы биржевых площадок
- Индивидуальный подход к Клиенту и создание новых продуктов «под Клиента»

\* Лицензия выдана Финансовой инспекцией Республики Эстония, № 32 от 20.04.2005 г.

\*\* Совокупный оборот за 2011 г., на основании неаудированного финансового отчета