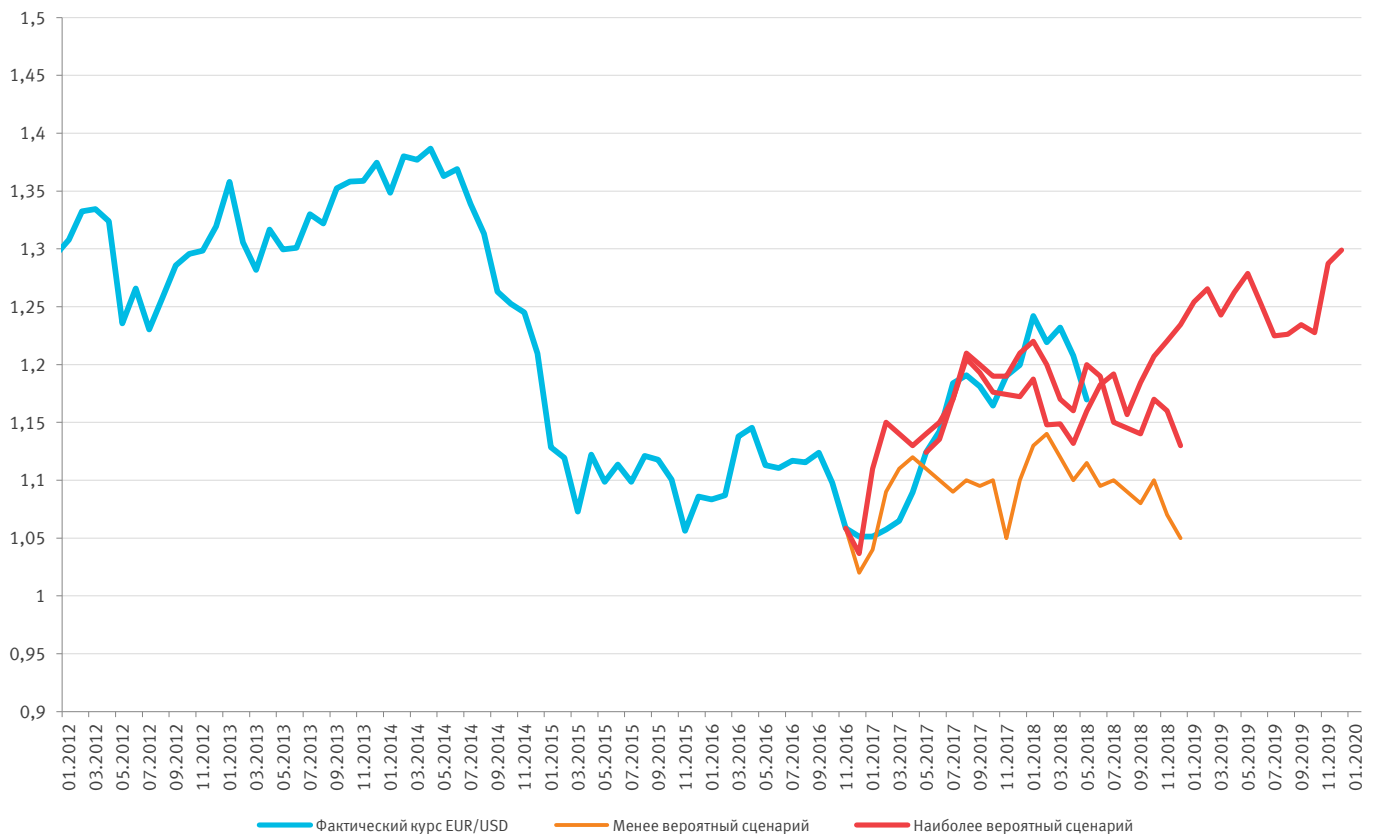


В декабре 2016 года, когда курс EUR/USD активно падал вниз, а большинство на рынке ожидало провал евро ниже паритета с долларом, мы решили провести исследование, чтобы понять, насколько такие опасения обоснованы (06.12.16 «Евро – Фундамент против техники»). А в июле прошлого года мы скорректировали наш взгляд на евро, просчитав наиболее вероятный сценарий движения валютной пары (28.07.17 «Евро – Обновление фундамента»). Сегодня мы оцениваем предыдущие прогнозы и корректируем нашу модель курсообразования.

### Разбор полётов. Исполнение прогнозов

В модели декабря 2016 года мы рассматривали два основных сценария в зависимости от предстоявшей риторики ЕЦБ на заседании 8 декабря 2016 года, которое оказалось ключевым для валютной пары. Первый сценарий предусматривал заявление главы ЕЦБ Марио Драги о начале сворачивания программы евроQE. Второй – сохранение программы количественного смягчения в еврозоне в прежних объемах на продолжительное время. При этом в обоих случаях сценарии указывали на рост курса EUR/USD в первой половине года. В конечном итоге так и произошло – евро так и не дошел до паритета с долларом и развернулся вверх. В июле прошлого года мы обновили наши прогнозы, опубликовав наиболее вероятный прогноз по динамике валютной пары. Хотя рост евро в январе 2018 года превзошел наш базовый прогноз, в целом мы можем констатировать, что и в этот раз фортуна оказалась на нашей стороне, а в настоящее время EUR/USD вновь вернулся к базовому сценарию нашей модели.

Наши прогнозные сценарии динамики курса EUR/USD (значения на конец месяца) и фактический курс евро



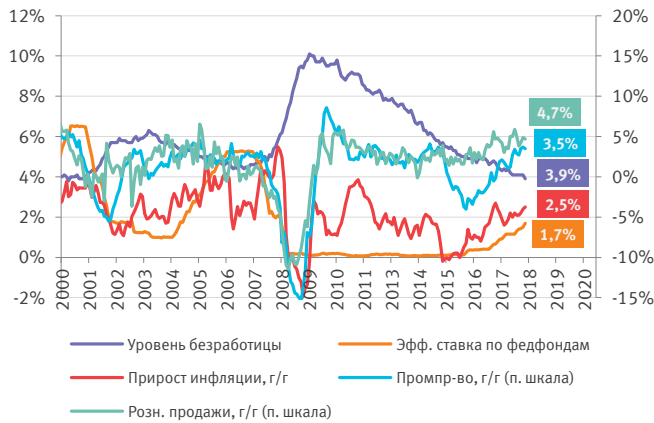
### Изменения в экономике

Как мы уже писали ранее, в кризис 2008 года европейская экономика пострадала особенно сильно – сказалась эйфория начала 2000-х, во время которой при новом евро страны периферии еврозоны получили возможность бесконтрольного заимствования средств по низким немецким ставкам, что привело к чрезмерному росту долгов, инвестиций и зарплат. Разрешение вскрывшихся долговых проблем стран PIIGS в 2012 году погрузило европейскую экономику в повторную рецессию, а меры бюджетной экономии (austerity), на которых настаивала Германия, замедляли восстановление. В то время как американская экономика в 2012-2013 годах продолжала активное посткризисное восстановление и рост, европейская экономика беспомощно барахталась в своих проблемах.

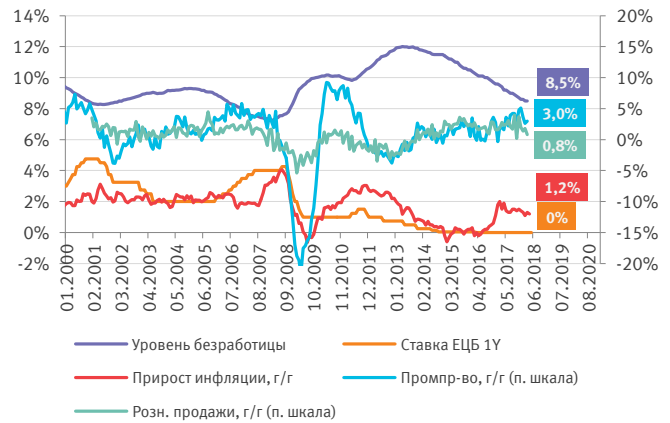
Между тем, провал европейских финансов на возможном выходе Греции из еврозоны (Grexit) обозначил уровни максимального пессимизма глобальных инвесторов к европейским активам. Корректировка цен на финансовых рынках и снижение реальных зарплат в странах европейской периферии привлекли инвесторов. Экономика ЕС перезапустилась. С лета 2012 года фондовые

рынки Европы пошли в рост, осенью начало восстанавливаться промышленное производство и розничные продажи, а с начала 2013 года, наконец, пошел вниз уровень безработицы.

Основные показатели экономики США

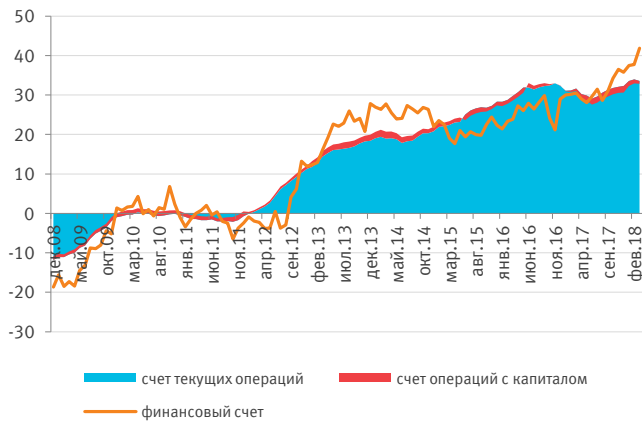


Основные показатели экономики еврозоны

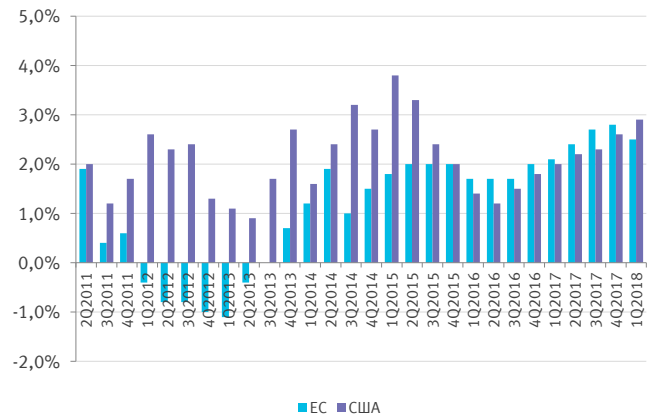


Сальдо торгового баланса еврозоны пошло бить исторические рекорды, являясь позитивным для платежного баланса еврозоны в целом и пары EUR/USD, но решающим для курса европейской валюты все же оказался финансовый счет. В условиях запуска в 2012 году неограниченной программы количественного смягчения QE3 в США инвесторы вновь начали покидать европейские активы, перемещаясь в американские активы. При этом логика таких глобальных инвесторов была довольно простой: какой смысл продолжать сидеть в европейской экономике с низкими темпами роста и политикой жестких бюджетных ограничений, когда можно инвестировать в быстрорастущие американские компании при дополнительном предоставлении ликвидности со стороны ФРС? Эта логика привела к тому, что во время действия QE3 в 2012-2014 годах финансовый счет еврозоны сильно просел.

Основные компоненты платежного баланса еврозоны (12М средние), млрд евро

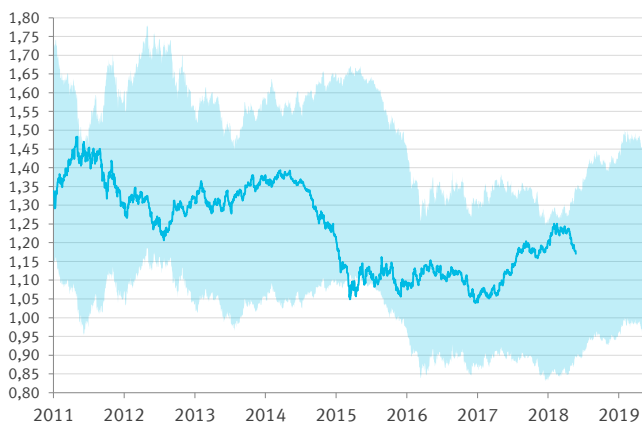


Годовые темпы роста ВВП еврозоны вновь сравнялись с американскими

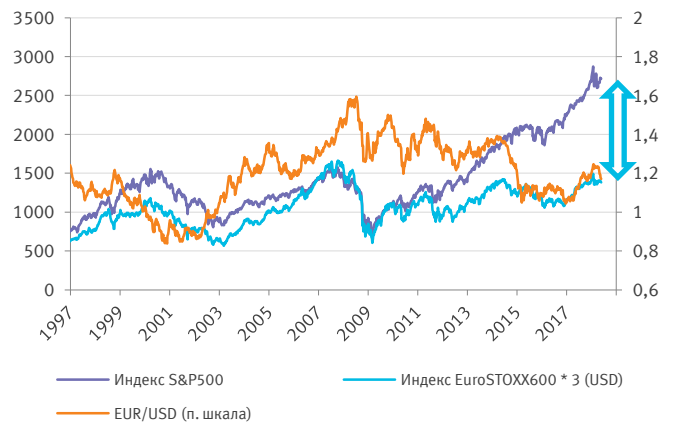


В настоящее же время можно говорить о принципиально иной экономической картине в паре EUR/USD. Завершение QE3 в США и сильное снижение курса евро стабилизировало финансовый счет платежного баланса еврозоны и также улучшило текущий счет. Последние данные за март показывают, что даже несмотря на заметный рост курса EUR/USD платежный баланс еврозоны оставался крепким. Снижение ставок и запуск программы евроQE поддержали экономический рост, и с 2015 года годовые темпы роста ВВП еврозоны вновь сравнялись с американскими, периодически перегоняя их.

Коридор критических годовых колебаний пары EUR/USD



С 2016 года активизировались покупки европейских акций



Несмотря на 20-процентное укрепление евро к доллару с декабря 2016 года по январь 2018 года, положительно сальдо счета текущих операций еврозоны вновь находится у своих максимумов, что создает базу для продолжения долгосрочного укрепления

евро. Сальдо финансового счета по итогам марта было уже не в пользу евро и требовало коррекции, которая в последние месяцы и произошла.

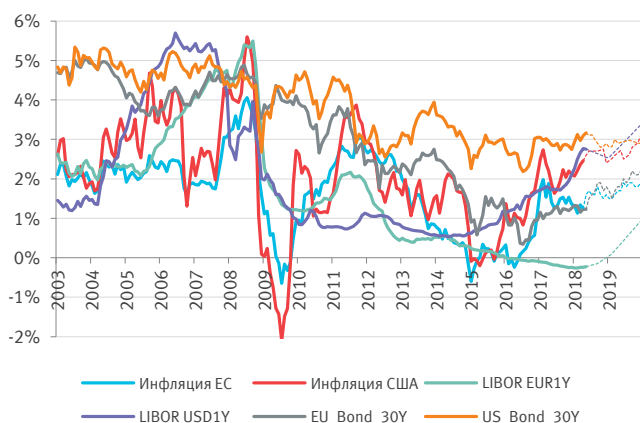
За последние годы мы увидели усиление экономической активности в еврозоне заметно сильнее ожиданий ЕЦБ. При этом также резко взлетели темпы инфляции до уровней, которые ЕЦБ даже не предполагал. Буквально за год-полтора инфляция взлетела от отрицательных значений (дефляция) до 2,0% г/г в феврале 2017 года. В США потребительские цены вырастали в тот момент на +2,7% г/г. А в Великобритании и вовсе достигали 3,0% г/г. Как мы и предполагали, после некоторой паузы темпы роста инфляции в развитых странах вновь продолжили рост.

В нашем обзоре декабря 2016 года мы указывали на то, что европейская экономика скорее предоставляет больше возможностей для инвесторов. Этот тезис начал реализовываться – глобальные инвесторы стали больше вкладываться в европейские активы по сравнению с американскими, что также сказалось на опережающем росте европейских фондовых индексов и евро в процентном отношении.

## Обновление модели

Мы отмечаем, что темпы роста глобальной экономики и инфляции в развитых странах в последние годы ускоряются сильнее консенсус-прогнозов большинства экспертов (но точно в соответствии с нашими ожиданиями). Поэтому в качестве базового сценария для модели мы продолжаем закладывать сценарий опережающего роста глобальной инфляции. В сценарии же низкой инфляции мы учитываем возможность более низких темпов роста инфляции в ЕС и более активной протекционистской политики Дональда Трампа в отношении европейских товаров (без ответных мер ЕС). Мы ожидаем, что в 2018-2019 годах ФРС проведет по 3-4 повышения базовой ставки ежегодно. Мы также отмечаем 9-месячную периодичность в действиях ЕЦБ. Как следствие в сентябре текущего года, на наш взгляд, можно ожидать полного сворачивания программы количественного смягчения (евроQE), а ближе к лету 2019 года мы не исключаем, что ЕЦБ проведет первое повышение базовой ставки. В отношении доходности гособлигаций США мы предполагаем некоторую стабилизацию доходностей на горизонте 6-9 месяцев. Между тем, доходности долгосрочных гособлигаций еврозоны в случае усиления инфляции в ближайшие полгода могут оказаться под заметным давлением.

Основные предположения базовой модели



Модельные сценарии



## Выводы

1) Счет текущих операций еврозоны (и прежде всего сальдо торгового баланса) остается крепким, несмотря на 20-процентное укрепление EUR/USD, что позволяет говорить о силе евро в долгосрочной перспективе. Финансовый счет в январе-марте 2018 года требовал коррекции курса, которая, на наш взгляд, в последние месяцы и произошла. Сейчас мы рассматриваем диапазон 1,14-1,17 по паре EUR/USD как выгодный для формирования долгосрочных позиций.

2) Наш базовый прогноз по паре EUR/USD в ближайшие годы остается оптимистичным. Так как тарифные войны Трампа и взлеты волатильности на рынках настораживают многих экспертов рынка, то мы рассмотрели также сценарий низкой инфляции в ЕС и тарифного давления на счет текущих операций еврозоны. Но даже и в этом случае мы не видим особых возможностей для падения курса EUR/USD сильно ниже уровня 1,15. Сценарий глобальной рецессии в ближайшие два года мы в настоящее время не рассматриваем, так как пока видим малую вероятность его реализации.

3) Ключевыми для пары EUR/USD в ближайшее время могут быть предварительные (flash) данные по инфляции в зоне евро за май 31 мая, которые могут вновь показать резкий разворот годовых темпов в сторону роста. Также интерес может представлять заседание ЕЦБ 14 июня и риторика Марио Драги в отношении возможного полного сворачивания программы выкупа ABS в сентябре. Менее важными могут быть данные по инфляции в США 12 июня и заседание ФРС 13 июня, так как, на наш взгляд, интрига там в настоящее время почти полностью отсутствует.

Внимание: Построенная нами модель carry trade является приблизительной и не отражает всей глубины факторов, влияющих на пару EUR/USD. Кроме того, резкие изменения условий в США также будут сильно влиять на нашу модель. Например, заметный рост дефицита бюджета США и инфляции на фоне Трампекономики при сохранении умеренной тактики ФРС (что наиболее вероятно) может сильно продавить американский доллар ко всем основным валютам. В то время как резкий скачкообразный рост базовых ставок ФРС (во что мы сейчас мало верим) при секвестировании бюджетов может, наоборот, резко укрепить доллар. Полномасштабная тарифная война США и ЕС может быть не в пользу пары EUR/USD, но ее вероятность мы расцениваем сейчас как низкую.

Дополнительные комментарии, а также помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания (тариф «Личный брокер») <http://www.open-broker.ru/ru/investing/invest-consultant/>

**УПРАВЛЕНИЕ КЛИЕНТСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**

**Ближайший офис:** <http://www.open-broker.ru/ru/branch/>  
+7 (495) 232-99-66  
8 800 500-99-66 – бесплатный номер для всех городов РФ  
[clients@open.ru](mailto:clients@open.ru)

**Отдел продаж г. Москва**  
+7 (495) 223-02-02  
открытие счетов, консультации по продуктам и услугам  
[salesoffice@open.ru](mailto:salesoffice@open.ru)

**УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО КОНСУЛЬТИРОВАНИЯ****Отдел персонального  
брокерского обслуживания**

Николай Рузайкин  
Начальник отдела

Руслан Ситдеков  
Деск облигаций

+7 (495) 777-34-87  
<http://www.open-broker.ru/ru/investing/invest-consultant/>

**Отдел анализа рынков**

Константин Бушуев, PhD  
Начальник отдела, макроэкономика,  
глобальная стратегия

Алексей Павлов, PhD  
Главный аналитик, акции, облигации

Илья Мартыненко  
Технический аналитик

Андрей Кочетков, PhD  
Аналитик

Оксана Лукичева  
Аналитик, товарные рынки

Сергей Колесников, FRM  
Аналитик, международные рынки

Иван Авсейко  
Аналитик, международные рынки

Тимур Нигматуллин, MBA  
Аналитик

АО «ОТКРЫТИЕ БРОКЕР» © 2018

Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены. АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

**ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ**

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной суммы, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.