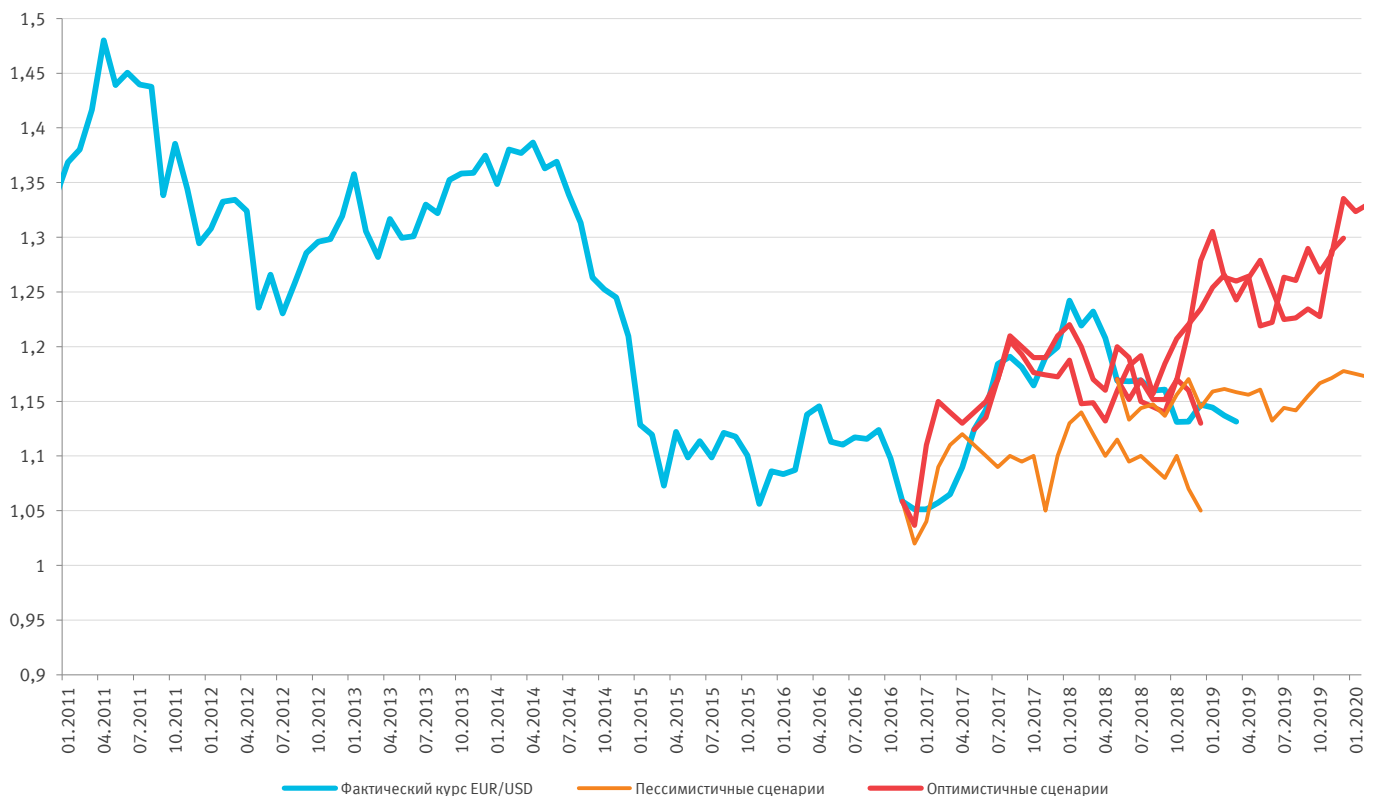


В декабре 2016 года, когда курс EUR/USD активно падал, а большинство на рынке ожидало провал евро ниже паритета с долларом, мы решили провести исследование, чтобы понять, насколько такие опасения обоснованы (06.12.16 «Евро – Фундамент против техники»). В июле 2017 года мы скорректировали наш взгляд на евро, просчитав наиболее вероятный сценарий движения валютной пары (28.07.17 «Евро – Обновление фундамента»). А в конце мая прошлого года мы провели третью переоценку долгосрочных сценариев (25.05.18 «Евро – Сценарии-2018»). Сегодня мы оцениваем наши предыдущие прогнозы и снова корректируем модель курсообразования.

Разбор полётов. Исполнение прогнозов

В 2016-2017 годах наши наиболее вероятные оптимистичные прогнозы довольно точно совпали с фактической динамикой пары EUR/USD. Между тем, после нашего прошлогоднего майского прогноза курс евро пошел ближе к пессимистичному сценарию. Основным фактором, повлиявшим негативно на курс европейской валюты стало резкое замедление темпов роста экономики ЕС на фоне глобальных торговых войн, проблем с поставками автомобилей в США, полным сворачиванием программы выкупа ABS от ЕЦБ. Дополнительный негатив добавили Brexit и проблемы периферийных стран еврозоны.

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



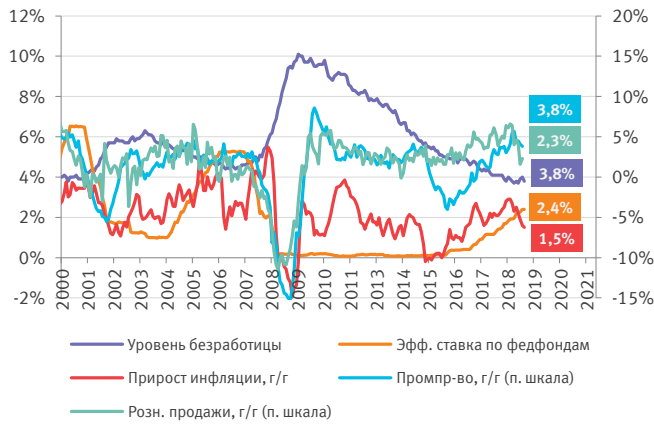
Изменения в экономике

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.

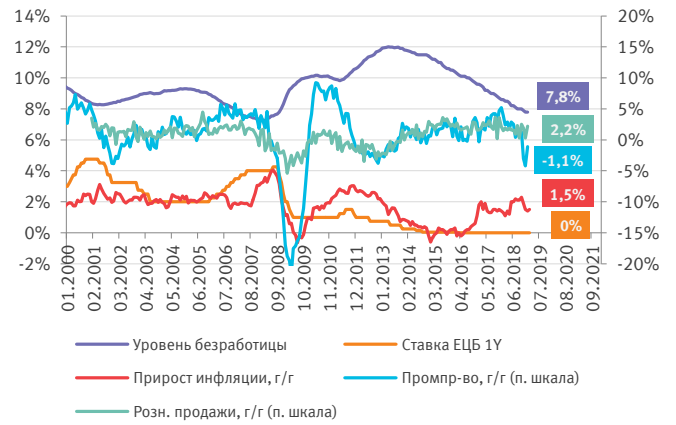
Между тем, провал европейских финансов на возможном выходе Греции из еврозоны (Grexit) обозначил уровни максимального пессимизма глобальных инвесторов к европейским активам. Корректировка цен на финансовых рынках и снижение реальных зарплат в странах европейской периферии привлекли инвесторов. Экономика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

В 2016-2017 годах квартальные темпы роста ВВП еврозоны вновь оказались выше американских, что заметно укрепило курс евро.

Основные показатели экономики США

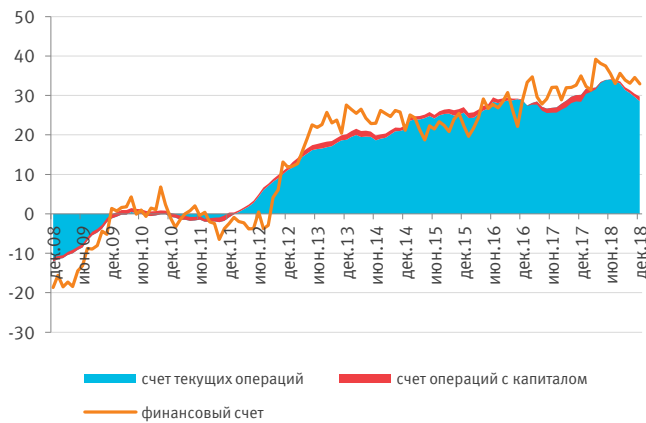


Основные показатели экономики еврозоны

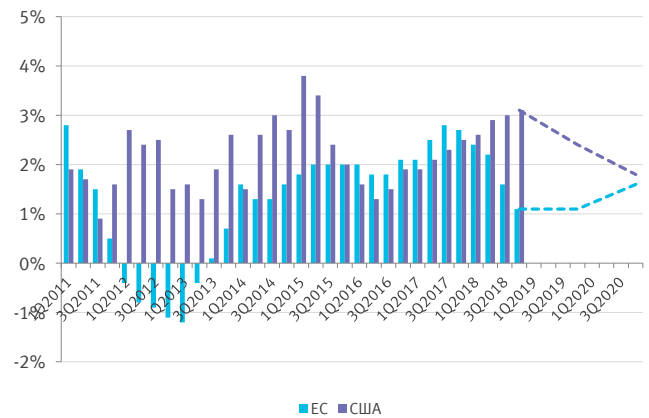


Впрочем, с начала 2018 года экономика ЕС начала вновь замедляться на фоне торговых войн, развязанных Дональдом Трампом, проблем европейских автопроизводителей по линии дизельгейта, а также локального провала ликвидности на рынках из-за сокращения баланса ФРС и полного сворачивания программы количественного смягчения ЕЦБ (евроQE).

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



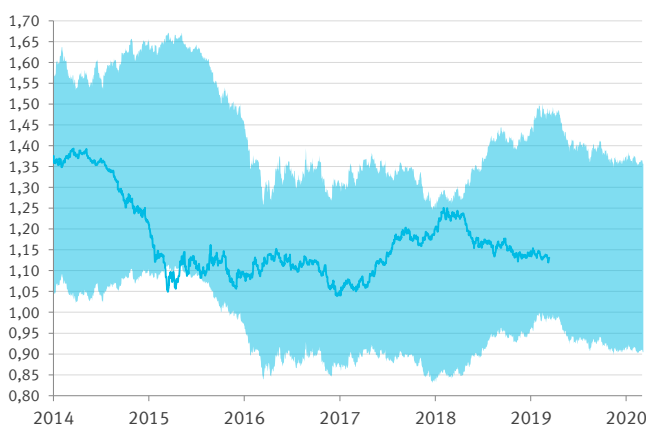
Экономика ЕС вероятно уже достигла максимального локального замедления



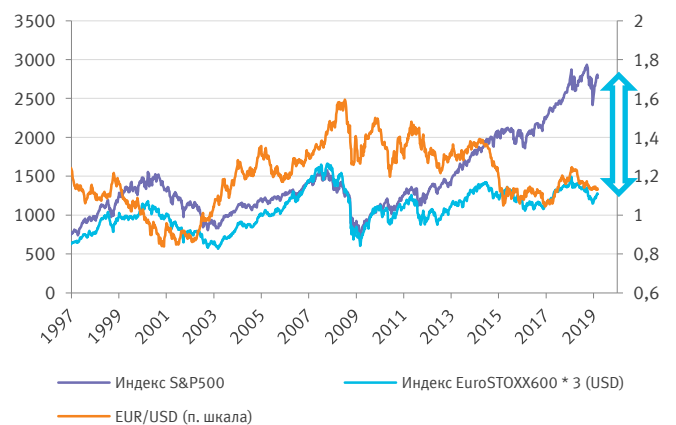
Сейчас вероятно уже можно говорить о том, что локальное замедление экономики ЕС в целом уже состоялось. А дальше мы, скорее всего, вновь увидим ее ускорение. Во всяком случае, опережающие индексы настроений менеджеров по закупкам (PMI) по зоне евро в последние два месяца начали демонстрировать стабилизацию и разворот к росту.

Сальдо торгового баланса и счета текущих операций еврозоны в 2018 году немного пострадало, но оно продолжает находиться возле исторически рекордных уровней, являясь сильно позитивным для платежного баланса еврозоны в целом и пары EUR/USD. Это создает базу для продолжения долгосрочного укрепления евро.

Коридор критичных годовых колебаний пары EUR/USD



Покупки европейских акций возобновились после годового провала



7 марта по итогам заседания по денежно-кредитной политике глава ЕЦБ Марио Драги объявил запуск новой программы льготных кредитов TLTRO-3 для европейских банков. Новые кредиты банкам начнут выдаваться с сентября текущего года до марта 2021 года. При этом кредиты будут привязаны к ставке ЕЦБ, и в отличие от программы QE они не должны будут давить на долгосрочные ожидания по ставкам. Цель TLTRO – справиться с перегрузкой в европейском банковском секторе в ближайшие годы. По факту TLTRO-3 будет являться рефинансированием предыдущих кредитов LTRO.

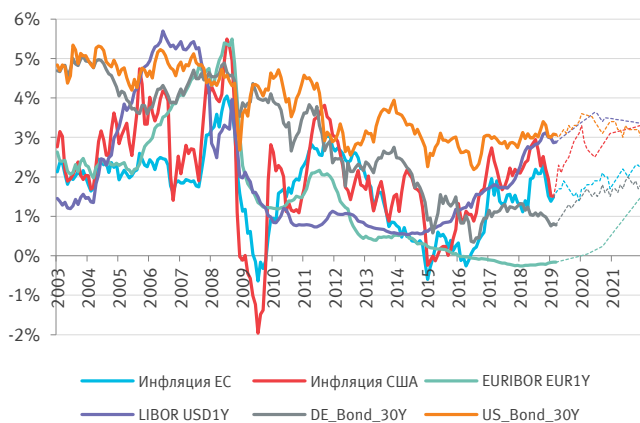
При этом Драги отметил, что экономика ЕС наиболее вероятно избежит рецессии, а инфляция в еврозоне вновь начнет двигаться к своему ориентиру в 2%, хоть и не так быстро как хотелось бы.

ЕЦБ также представил новую квартальную презентацию своих ожиданий по макроэкономическим показателям, согласно которой средний консервативный курс EUR/USD в ближайшие годы может находиться в районе 1,14.

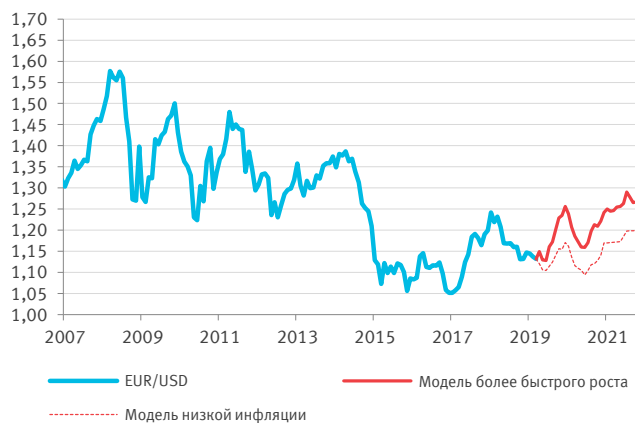
Обновление модели

Хотя ожидания по росту мировой экономики в прошлом году заметно ухудшились, мы все же отмечаем, что маятник, качнувшийся в прошлом году в негативную сторону, в этом году может вновь качнуться в сторону позитива. Активы 4-х доминирующих мировых центральных банков (Китай, США, ЕС, Япония) после совокупного сокращения в прошлом году вновь растут в последние месяцы. Торговые войны Дональда Трампа с ЕС, Мексикой, Канадой в целом уже завершены. А с Китаем ожидается выход на подписание нового всеобъемлющего торгового соглашения уже в ближайший месяц. Индексы менеджеров по закупкам (PMI) и фондовые индексы после затяжных падений прошлого года вновь развернулись к росту. Поэтому мы не исключаем, что события могут развиваться по более оптимистичному сценарию опережающего роста глобальной инфляции. В то же время в качестве базового сценария мы продолжаем сохранять консервативный сценарий низкой инфляции. Мы ожидаем, что в 2019-2020 годах ФРС проведет 2-3 повышения базовой ставки. Ожидания роста ставки ЕЦБ сдвигаются минимум на год вперед, а вероятнее даже на полтора года. Мы предполагаем, что доходности гособлигаций США могут вновь начать рост с текущих уровней, но весьма слабый. В то же время рост доходности немецких гособлигаций (bunds) может в моменте оказаться более активным.

Основные предположения модели более быстрого роста



Модельные сценарии



Выводы

1) Счет текущих операций еврозоны (и прежде всего сальдо торгового баланса) остается очень крепким, несмотря на прошлогодние проблемы продаж авто и опасения торговых войн, что позволяет говорить о силе евро в долгосрочной перспективе. Финансовый счет требовал коррекции курса, которая, на наш взгляд, и произошла. Расхождение по ставкам в зоне евро и в США уже достигло или почти достигло максимальных значений в текущем экономическом цикле. В этом смысле можно условно предположить, что финансовому счету еврозоны сейчас уже толком некуда ухудшаться. То есть наряду с очень крепкой внешней торговлей ЕС мы можем рассчитывать как минимум на не ухудшение финансового счета. Соответственно можно предположить, что курс евро вряд ли может быть сильно ниже текущих уровней, но имеет неплохие долгосрочные перспективы для роста. Вопрос скорее в сроках реализации роста. При этом главным риском в текущей ситуации может быть внезапный взлет глобального протекционизма и глобальная рецессия.

2) В случае сохранения слабых ожиданий по экономике ЕС и низких темпов роста инфляции пара EUR/USD рискует задержаться на текущих уровнях более года, сохраняя колебания в диапазоне 1,1-1,16. Между тем, новые стимулирующие кредиты ЕЦБ, торговые перемирия, заявления Марио Драги о крайне низкой вероятности рецессии в ЕС дают нам основания аккуратно надеяться на модельный сценарий более быстрого роста экономики относительно текущих задавленных уровней. В этом случае мы можем рассчитывать на рост пары EUR/USD до уровней 1,25 и выше в долгосрочной перспективе.

3) Заявления Марио Драги об очень низкой вероятности рецессии в ЕС могут заставить инвесторов долгосрочно выходить из безрисковых облигаций правительства Германии и перекладывать средства в более рискованные активы, в том числе в европейские акции. Для пары EUR/USD это скорее может быть положительным процессом.

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 Трампаэномики 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://private.open-broker.ru/>

Ближайший офис: <http://open-broker.ru/offices/>

+7 (495) 232-99-66

8 800 500-99-66 – бесплатный номер для всех городов РФ

clients@open.ru

Личные брокеры

Николай Рузайкин

Начальник отдела

<http://private.open-broker.ru/>

+7 (495) 777-34-87

Еврооблигации

Деск облигаций

8 800 500-99-66

Структурные продукты

<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>

Аналитики

Константин Бушуев, PhD

Начальник отдела, макроэкономика, глобальная стратегия

Оксана Лукичева

Аналитик, товарные рынки

Алексей Павлов, PhD

Главный аналитик, акции, облигации

Иван Авсейко

Аналитик, международные рынки

Илья Мартыненко

Технический аналитик

Алексей Корнилов, CFA

Аналитик, международные рынки

Андрей Кочетков, PhD

Аналитик

Тимур Нигматуллин, MBA

Аналитик

АО «ОТКРЫТИЕ БРОКЕР» © 2019

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. 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.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предъявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным. Какие-либо из указанных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю. Упомянутые в представленном сообщении операции и (или) финансовые инструменты ни при каких обстоятельствах не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования предоставленной информации для принятия инвестиционных решений. Открытие Брокер не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации. Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора.

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 Соединенных 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.