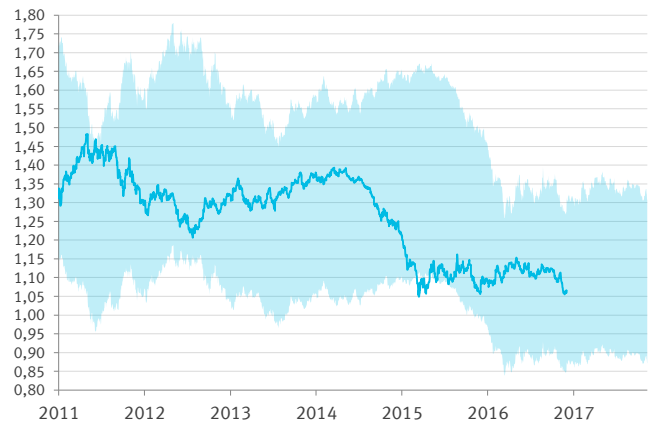


В конце ноября индекс доллара к корзине валют основных торговых партнеров США (DXY) в третий раз за два года пересек вверх уровень 100 пунктов, создав на рынках техническую картину дальнейшего роста к возможным уровням в 106 и 113 пунктов. При этом такой рост с технической точки зрения может угрожать в первую очередь паре EUR/USD, так как ее вес в индексе доллара составляет около 50% всей корзины. То есть с технической точки зрения рост индекса доллара к уровню 113 пунктов может угрожать падением EUR/USD в критический район 0,9 или на -15% от текущих уровней. А радикальные технические аналитики и вовсе указывают на возможное движение индекса доллара в ближайшие годы в район 150 пунктов, что составляет катастрофические +50% от текущих уровней и аналогично курсу EUR/USD в районе 0,7.

Индекс доллара к корзине основных валют (DXY) и картина технического анализа



Курс EUR/USD и коридор критических годовых колебаний валюты



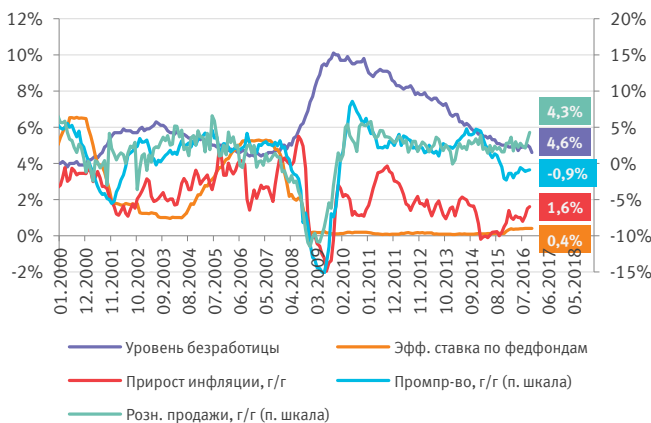
В связи с «технической угрозой» для евро мы попытались подробно разобрать текущие экономические реалии пары EUR/USD и понять, в какую сторону смотрят фундаментальные факторы по европейской валюте. При этом мы смоделировали наиболее вероятные сценарии движения пары в зависимости от результатов и риторики заседания ЕЦБ 8 декабря, которое может оказаться ключевым для европейской валюты.

Экономическая картина

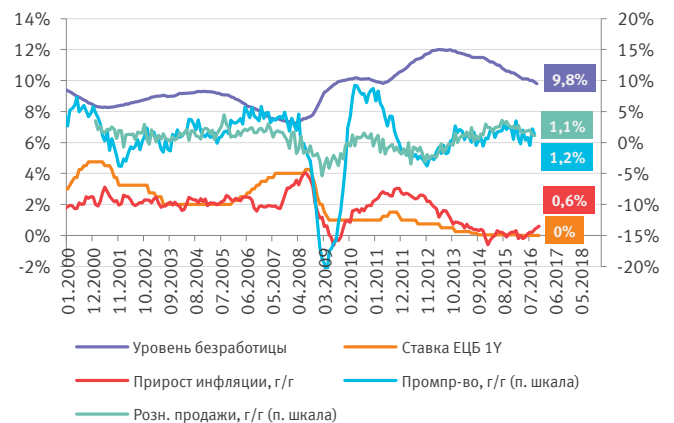
В кризис 2008 года европейская экономика пострадала особенно сильно – сказалась эйфория начала 2000-х, во время которой при новом евро страны периферии еврозоны получили возможность бесконтрольного заимствования средств по низким немецким ставкам, что привело к чрезмерному росту долгов, инвестиций и зарплат. Разрешение вскрывшихся долговых проблем 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



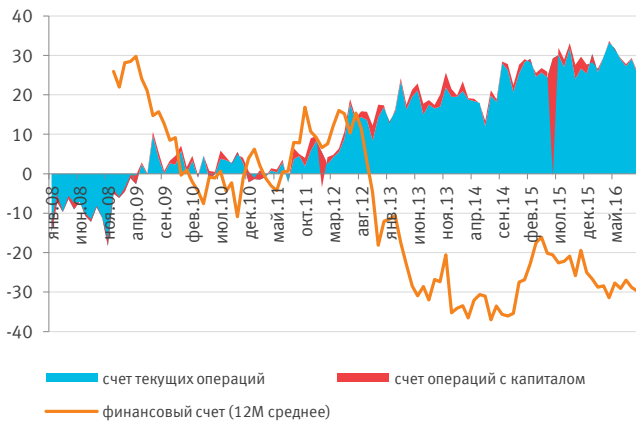
Основные показатели экономики еврозоны



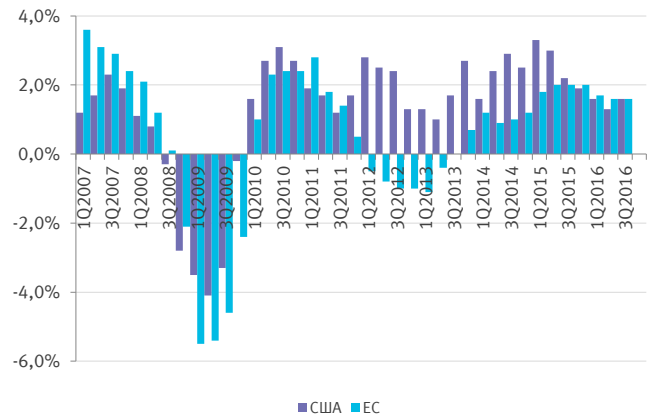
Сальдо торгового баланса еврозоны пошло бить исторические рекорды, являясь позитивным для платежного баланса еврозоны в целом и пары EUR/USD, но решающим для курса европейской валюты все же оказался финансовый счет. В условиях запуска в 2012 году неограниченной программы количественного смягчения QE3 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, 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. Снижение ставок и запуск программы евроQE поддержали экономический рост, и в 2015-2016 годах ВВП еврозоны растет быстрее американского.

Снижение безработицы в США до низких уровней (сейчас 4,6%) уже приводит к диспропорциям в американской экономике, когда в последние два года промышленное производство сокращается, а розничные продажи быстро растут, ускоряя инфляцию. При этом эффект «Трампаэномики» в условиях высокой загрузки мощностей и трудовых ресурсов, на наш взгляд, будет только ускорять инфляционные процессы без видимого выхлопа для экономики. Что до роста базовой ставки ФРС, то здесь позиция Джанет Йеллен остается по-прежнему крайне консервативной – ФРС опасается резко взвинчивать ставки и предпочитает действовать четко по расписанию – 1 повышение ставки в 2016 году, 2 повышения в 2017 и 3 повышения в 2018. В таких условиях скорее можно будет говорить об усилении реальных негативных ставок по госдолгу США, что будет оказывать давление на американский доллар.

Европейская же экономика сейчас скорее предоставляет больше возможностей для инвесторов. Резервы трудовых ресурсов и производственных мощностей здесь остаются существенными, что пока удерживает инфляцию на более низких уровнях. Рост промышленного производства и розничных продаж гармоничен и сбалансирован, а общие темпы роста ВВП еврозоны превышают американские. При этом платежный баланс уже отражает усиление фундаментальных показателей по евро. По основным показателям европейская экономика сейчас больше напоминает американскую образца 2012 года с перспективами дальнейшего ускорения роста.

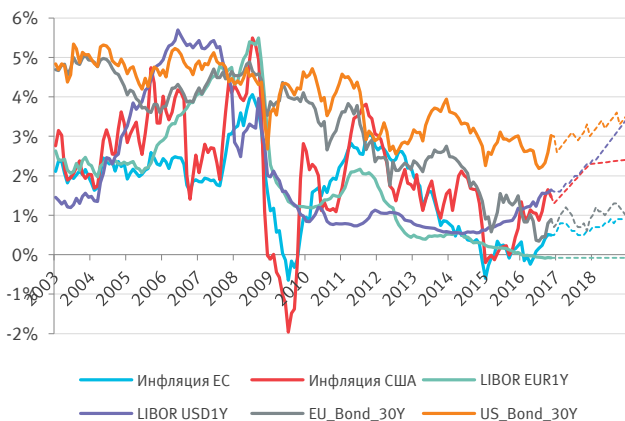
Модель carry trade

Для моделирования динамики пары EUR/USD мы использовали предположение, что изменения сальдо финансовых счетов США и еврозоны, а также операции carry trade являются ключевыми для валют. В то же время в отношении сальдо счета текущих операций и операций с капиталом мы предположили некоторую стабильность и их текущее ограниченное влияние на итоговый курс.

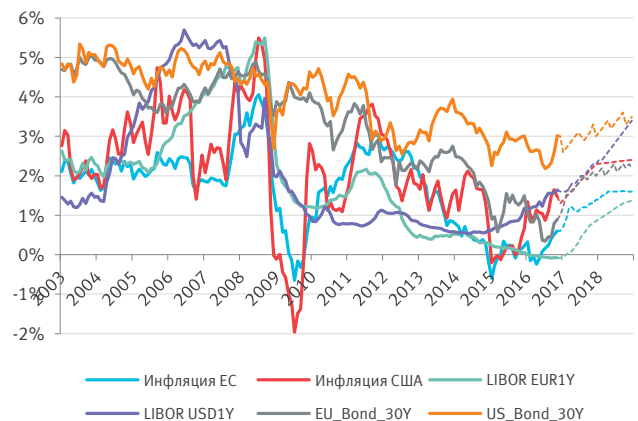
При моделировании мы отдавали приоритет прогнозам макроэкономической среды со стороны ФРС и ЕЦБ, в то время как приближенные прогнозы уровней доходностей финансовых инструментов и кредитных ставок основывались уже на предыдущих прогнозах макросреды.

Так как 8 декабря состоится ключевое заседание ЕЦБ, на котором должно решиться, будет ли продлена программа евроQE после марта 2017 года, то мы построили два основных сценария в зависимости от точки зрения и действий ЕЦБ. Динамика экономических и финансово-кредитных показателей США в обоих прогнозах одинаковая.

Сценарий низкой инфляции в ЕС и продолжения программы евроQE



Сценарий усиления инфляции в ЕС и постепенного сворачивания евроQE

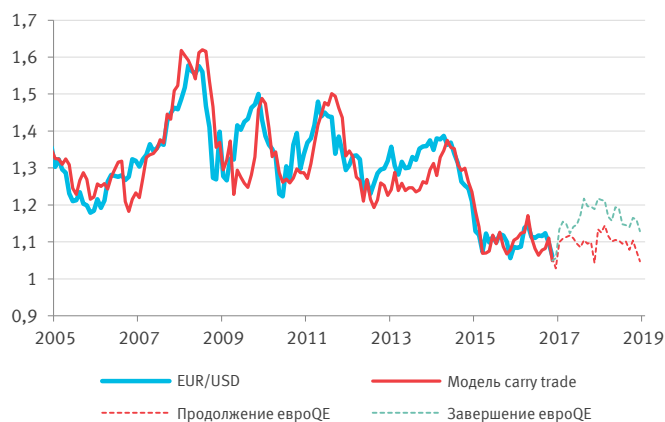


Первый наш сценарий предусматривает сохранение низких темпов роста инфляции, нулевых процентных ставок в ЕС и программы евроQE до 2019 года. Второй же сценарий предусматривает базовый сценарий по инфляции ЕЦБ, а также, что на заседании 8

декабря ЕЦБ либо не будет продлевать программу евроQE после марта 2017 года, либо сделает ключевое заявление о том, что эта программа достигла своих целей и будет так или иначе свернута.

В результате моделирования мы получили две прогнозные траектории EUR/USD до 2019 года и ряд интересных выводов. Стоит заранее оговориться, что модели динамично корректируются под фактические макроэкономические и рыночные данные, которые, разумеется, будут все же отличаться от текущих прогнозных. Таким образом, вряд ли стоит искать четкие развороты на графиках данных моделей, а скорее надо оценивать общую их динамику на протяжении 2-х лет.

Ожидаемая динамика пары EUR/USD в зависимости от ключевых сценариев



Основные параметры сценариев

Параметры на 12.2018	Продолжение евроQE	Завершение евроQE
Инфляция ЕС	0,9%	1,6%
Инфляция США	2,4%	2,4%
LIBOR EUR1Y	-0,1%	1,4%
LIBOR USD1Y	3,4%	3,4%
EU_Bond_30Y	1,1%	2,2%
US_Bond_30Y	3,5%	3,5%
EUR/USD (11.2017)	1,0426	1,188
EUR/USD (12.2018)	1,0471	1,1285

Выводы

- 1) В обоих случаях мы видим, что по паре EUR/USD вряд ли стоит ждать какого-либо краха в ближайшие годы. Одномоментный рывок индекса доллара в район 106 в такой ситуации вполне возможен, но резкие движения курса евро к доллару в район 0,9 и тем более 0,7 крайне маловероятны.
- 2) Базовый сценарий ЕЦБ уже указывает на возможный разгон инфляции в еврозоне до 1,3-1,5% г/г в 2017 году. Это создает угрозу изменения риторики ЕЦБ в пользу завершения евроQE. Одно упоминание о возможном завершении, на наш взгляд, уже будет менять ожидания по долгосрочным ставкам в еврозоне. Кроме того, усиление инфляции в зоне евро с высокой вероятностью может также приводить к росту реальных доходностей гособлигаций стран ЕС, что будет скорее позитивно сказываться на евро.
- 3) При усилении инфляционных ожиданий в еврозоне и более жесткой риторике ЕЦБ можно предполагать, что курс EUR/USD в 2017 году сможет в моменте преодолевать уровень 1,2. В противном случае можно рассчитывать на средний курс в районе 1,1.

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 «голубиной» 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.

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

Отдел продаж г. Москва
 +7 (495) 223-02-02
 открытие счетов, консультации по продуктам и услугам
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

Специальные проекты

Андрей Кочетков
Пульс рынка

Оксана Лукичева
Аналитик, товарные рынки

Игорь Калязин
Аналитик, международные рынки

Дмитрий Данилин, CFA
Аналитик, международные рынки

Николай Кужлев
Аналитик, технический анализ

АО «ОТКРЫТИЕ БРОКЕР» © 2016

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.

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.