



ИНОГДА СЛАБАЯ ЭКОНОМИКА ПОМОГАЕТ

Директор по анализу финансовых рынков и макроэкономике УК «Альфа-Капитал» Владимир Брагин о том, почему курс евро растет, несмотря на плохие прогнозы по ВВП.

Укрепление евро в последние месяцы перестало выглядеть как проявление привычной рыночной волатильности. Особенно на фоне того, что при таких плохих прогнозах по росту ВВП еврозоны на этот год (особенно по отдельным странам и в сравнении со странами за пределами Европы) валюта региона должна слабеть, причем очень существенно. Тем не менее картина обратная — евро укрепился за два месяца. За укреплением евро стоят вежкие причины, перевешивающие макроэкономические риски региона. Когда мы говорим «курс евро», то, конечно же, имеем в виду курс европейской валюты к доллару. Экономика США сейчас сталкивается с очень существенными проблемами и рисками, что привело к слабости доллара США, и к японской иене, и к швейцарскому франку, и к британскому фунту, и к сингапурскому доллару. То есть отчасти укрепление евро — это, в том числе, результат ослабления доллара. Но только этим фактором укрепление европейской валюты объяснить нельзя. Есть и другие причины: например, то, как отреагировал на коронакризис ЕЦБ.

В прошлые кризисы монетарные регуляторы развивающихся экономик действовали шаблонно. Резкое ослабление национальной валюты воспринималось как угроза финансовой стабильности, в ответ центральные банки повышали ставки. Это способствовало ухудшению и так непростой ситуации в экономике, но оно воспринималось как неизбежное зло. В итоге получалось, что, хотя риски инвестирования в финансовые активы такой страны увеличивались, но высокие ставки и доходности становились серьезным противовесом. В этот раз центральные банки развивающихся стран, наоборот, начали снижать ставки. Вначале инвесторами такое решение было воспринято очень позитивно, так как оно препятствовало отрицательной переоценке активов, особенно долговых обязательств в национальных валютах. Затем ситуация поменялась: макроэкономические риски стали расти по мере того, как увеличивался масштаб распространения коронавируса, цена борьбы с пандемией оказалась намного выше первоначальных прогнозов. Сейчас низкие ставки не выглядят как достойная компенсация инвесторам за все эти риски, и это способствует оттоку средств с развивающихся рынков. Иначе действовал и ЕЦБ: он также не стал снижать ставку, как раньше. В данном случае просто потому, что она и так была нулевой. Смягчение монетарной политики происходило через увеличение объемов ликвидности в экономике посредством выкупа активов. Денег стало больше, но заметно они не подешевели. В результате привычная стратегия игры на разнице ставок (carry trade) быстро потеряла привлека-

тельность для инвесторов. Разница ставок между евро и валютами развивающихся рынков сократилась, и участники рынка стали меньше занимать в евро для фондирования позиций в развивающихся валютах. Результат — меньше давления на евро и меньше поддержки для развивающихся валют. До недавнего времени эта тенденция оказывала влияние и на рубль. Кроме того, в отличие от ЕЦБ, у ФРС была возможность снижать ставку. И это еще одна причина укрепления евро. Например, из-за этого часть коротких позиций по carry trade могла перемещаться из евро в доллары, приводя к ослаблению американской валюты. Изменение дифференциала ставок в евро и долларах могло сказываться на более широком круге инвесторов. Возможно, сейчас мы наблюдаем процесс, обратный ситуации 2014–2015 годов, когда волна ослабления евро была спровоцирована тем, что ФРС, с одной стороны, сворачивала программу количественного смягчения и планировала повышение ставок, а ЕЦБ, с другой стороны, только запускал программу выкупа активов. Это не только привело к изменению дифференциала текущих ставок, но и сказалось на ожиданиях рынка. Сейчас мы наблюдаем, во-первых, минимизацию разницы между короткими ставками в долларах и евро, а во-вторых — уменьшение разницы между ожиданиями или долгосрочными ставками. Напомним, что если в 2008 году снижение ставки ФРС воспринималось как временное явление и длинные ставки оставались достаточно высокими, то на этот раз мы наблюдаем существенное снижение доходностей по десяти- и тридцатилетним казначейским облигациям

открытия границ. Также факторами слабости рубля в июле—августе стали конвертация дивидендов в валюту иностранными инвесторами и усиление санкционной риторики со стороны США и Европы», — отмечает Кирилл Соколов.

Слабость доллара по отношению к валютам развитых стран — временное явление, считают опрошенные журналом аналитики. По мнению господина Соколова, в ближайшие полгода ситуация с коронавирусом будет взята под контроль, что положительно скажется на экономике. «Продолжение восстановления экономики США, снятие политической нео-

предельности после выборов и введение новых мер поддержки экономики могут привести к укреплению доллара в 2021 году», — считает Владимир Евстифеев.

В таких условиях разговоры о том, что доллар может утратить статус ключевой резервной валюты, преждевременны. «Альтернативные валюты слишком крошечные для бегства капитала. Никакая другая валюта не представляет ликвидности инструментам для инвестирования. Также вся мировая торговля пока еще в долларах», — отмечает заместитель гендиректора УК ТФГ Равиль Юсипов ●

США. Все это указывает на то, что низкая ставка ФРС воспринимается сейчас инвесторами как явление, с которым придется жить в течение многих лет. То есть ситуация приближается к той, которая сформировалась в представлениях инвесторов относительно евро несколько лет назад. Понятно, что исторически связь дифференциала ставок и изменений курса не так однозначна, есть еще целый ряд факторов, влияющих на курс. Но в нынешних условиях околонулевых базовых ставок в долларах и евро даже небольшие абсолютные изменения ставок привлекают пристальное внимание инвесторов. Еще одно объяснение укреплению евро — это ожидаемые изменения торгового баланса еврозоны. Напомню, что в 2013 году наблюдался быстрый рост показателя торгового баланса и счета текущих операций еврозоны, это произошло из-за того, что на фоне проблем в экономике (тогда сказывался долговой кризис) заметно сократился импорт, а экспорт, на фоне стабильного внешнего спроса, продолжил расти. В 2014–2015 годах ослабление евро подстегнуло этот процесс, в результате профицит счета текущих операций еврозоны приблизился к 3%, что является необычно высоким значением для развитых экономик. Фактор профицита по счету текущих операций обеспечил евро серьезную поддержку, не позволив сбиться пессимистичным прогнозам: достижение паритета с долларом США. С этой точки зрения на плохие прогнозы по росту ВВП еврозоны (особенно относительно других стран) можно взглянуть иначе. Дело в том, что импорт еврозоны, который в значительной степени зависит

от состояния экономики региона, при прочих равных должен сократиться гораздо сильнее, чем экспорт, который больше зависит от состояния экономик торговых партнеров. Таким образом, ухудшение ситуации в экономике еврозоны будет способствовать росту торгового баланса и счета текущих операций, что является серьезным фактором поддержки курса евро на длинном горизонте. И наконец, последним фактором, влияющим на укрепление евро, является достижение договоренности между странами еврозоны по поводу создания антикризисного фонда на €750 млрд. Сама по себе сумма достаточно большая и может существенно облегчить задачу по стабилизации экономики региона. Но еще важнее то, что это заблаговременный скоординированный ответ на проблемы, которые еще могут возникнуть, в том числе в связи с резким ростом долговой нагрузки. Это существенно уменьшает риски долгового кризиса или иного негативного сценария для экономики региона, которые сильно повлияют на его финансовую устойчивость. Но далеко не все сейчас говорит о том, что европейская валюта продолжит укрепляться. Одним из факторов риска остается разнородная экономика региона. Пока это работает на укрепление евро, но на длинном горизонте будет сдерживать приток инвесторов в регион. Торговый баланс при укреплении евро будет ухудшаться, и влияние этого фактора на курс также будет ограниченным. Наконец, сокращение объемов carry trade с фондированием в евро также имеет свои пределы. Поэтому в скором времени укрепление евро должно замедлиться, а его последующая динамика будет выглядеть не столь однозначной.