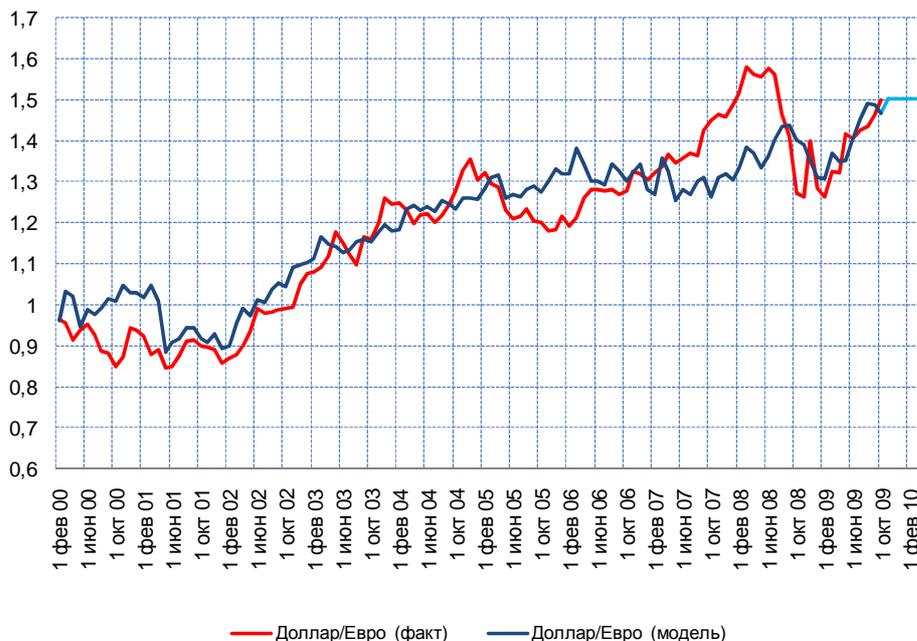


Расчетное справедливое значение курса доллар/евро находится в диапазоне 1,47-1,50 (с учетом прогнозного периода). Голубым цветом на графике обозначено справедливое значение S&P500 в прогножном периоде с учетом прогнозных значений EMA (exponential moving average) факторов.

Доллар/Евро: модель и факт



Модельное (прогнозное) значение курса доллар/евро находится в рамках тренда на укрепление евро с февраля 2009 г., однако, мы сомневаемся, что тренд сохранится в прогножном периоде.

Гипотеза о завершении тренда на укрепление евро строится на реализации следующих основных предположений:

1. Отношение бюджетного дефицита к ВВП в США начнет сокращаться;
2. Реальная процентная ставка в Еврозоне (Ставка ЕЦБ за вычетом инфляции) начнет уменьшаться;

Мы предполагаем, что **курс доллар/евро останется на текущем уровне** в среднесрочной (в течение 3х месяцев) перспективе (**базовое предположение**, основанное на том, что текущие значения факторов останутся такими же и в будущем).

В долгосрочно перспективе (больше 3х месяцев) **могут сложиться основания для укрепления доллара**.

Описанные предположения, в рамках которых доллар укрепляется, на наш взгляд, являются отражением наиболее реалистичного сценария развития мировой экономики, предполагающего медленное восстановление экономической активности.

Характеристики регрессионной модели:

Факторы		Euro Real Rate	US Trade Balance (EMA3)	US Budget Deficit/GDP (EMA18)	US Budget Deficit (EMA18)
Лag фактора, месяц	.	0	0	1	0
r-square	0.7747	.	.	.	.
dwstat.pval	8.2478e-048	.	.	.	.
Fstat.pval	0	.	.	.	.
tstat.pval	0.000	0.000	0.000	0.0015	0.0083
Mean square error	0.0091	.	.	.	.
Коэффициенты регрессии (beta)	0.7421	0.0722	-0.005	-0.5196	-0.0027
Среднее значение факторов (x _i)*beta _i		-0.0217	0.1524	0.3546	0.2669
Последние значения факторов (x _i)* beta _i		0.0979	0.2213	0.0639	0.0454

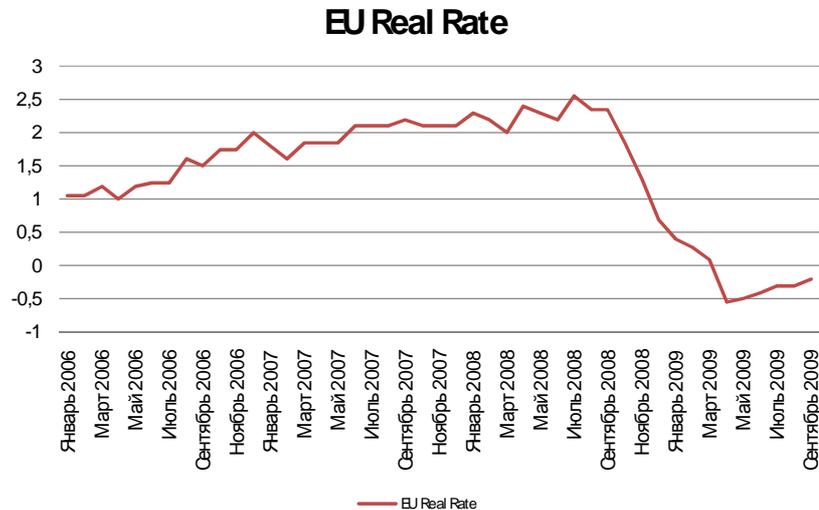
Прогнозная модель курса доллар/евро представляет собой линейную регрессионную 4х факторную модель.

В модели используются следующие факторы:

1. Euro Real Rate – реальная процентная ставка в Еврозоне. Представляет собой разницу между Базовой ставкой ЕЦБ и инфляцией в Еврозоне YoY без учета топлива и продовольствия (Core CPI);
2. US Trade Balance – сальдо торгового баланса США;
3. US Budget Deficit/GDP – отношение значения Дефицита Бюджета к ВВП США. Данные Дефицита Бюджета берутся ежемесячно;
4. US Budget Deficit – величина Дефицита Бюджета ВВП США. Данные берутся ежемесячно.

Описание и прогноз значений используемых в модели факторов:

Чем меньше **Реальная ставка в Еврозоне**, тем сильнее доллар



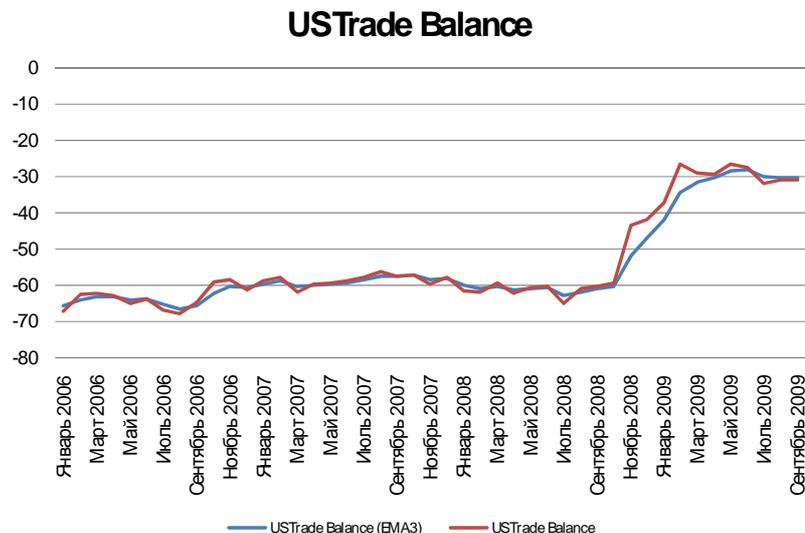
В конце 2008-начале 2009 г. значение Реальной процентной ставки в Еврозоне снижалось и вышло в отрицательную зону за счет опережающих инфляцию темпов снижения ставки ЕЦБ. **В апреле 2009 г. значение реальной ставки начало расти** (в пользу укрепления евро), т.к. инфляция продолжила снижаться, а ЕЦБ прекратил снижать ставку.

Итак, на сегодняшний день Реальная Ставка растет, т.к. **инфляция снижается**. Если так продолжится и дальше, **ЕЦБ скорее снизит свою Базовую ставку**, а значение Реальной ставки останется вблизи текущего уровня.

Если инфляция в Еврозоне, наоборот, **начнет расти** по мере восстановления экономики, ЕЦБ будет склонен повышать Базовую ставку. Однако текущие низкие темпы восстановления экономики Еврозоны, на наш взгляд, не предполагают активного раскручивания инфляции и опережающих действий со стороны ЕЦБ.

В любом случае, мы ожидаем, что значение Реальной ставки вряд ли принципиально изменится в обозримом будущем или даже может остаться в отрицательной зоне (если начнется медленный рост инфляции). Таким образом, прогнозируемое **влияние данного фактора нейтрально или даже действует в пользу укрепления доллара**.

Чем меньше **дефицит торгового баланса США**, тем сильнее доллар



За время активной фазы кризиса дефицит торгового баланса США заметно снизился, что объясняется двумя основными причинами:

- 1) Снижением стоимости сырья;
- 2) Уменьшением потребления завозимой импортной продукции. Сначала это произошло по причине снижения доходов населения и отказа от товаров длительного потребления (в частности дефицит торгового баланса с Еврозоной заметно сократился), а сейчас импортная продукция стала дороже по причине ослабевшего доллара.

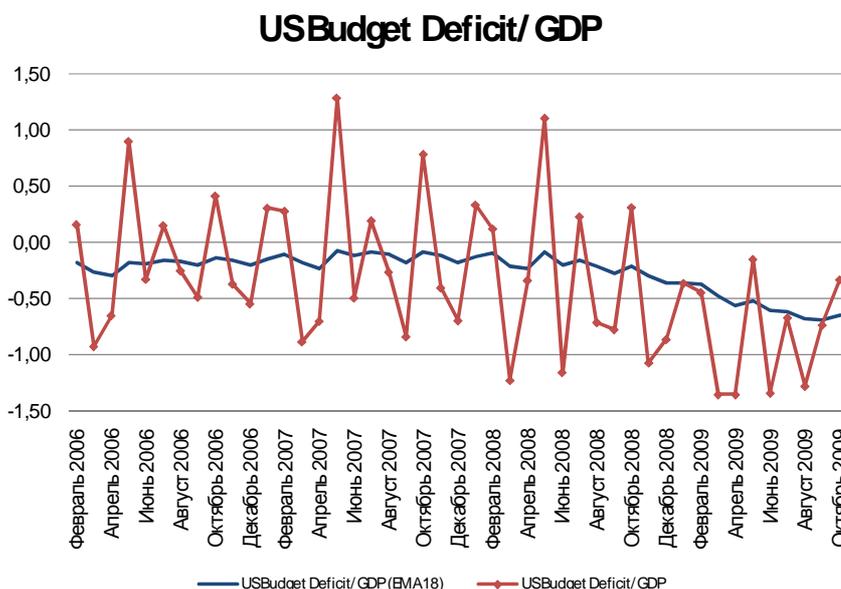
Наши исследования показывают, что **цены на нефть** (один из основных видов импортируемого сырья) **обладают ограниченным потенциалом роста** и локально можно говорить даже о перекупленности нефти. Объем потребления нефти в США также продолжает снижаться, по крайней мере, третий год подряд. Поэтому вряд ли на сальдо торгового баланса смогут повлиять закупки сырья.

На сегодняшний день, на наш взгляд, также можно говорить о том, что **ослабевший доллар в целом сделал импортную продукцию относительно дорогой для американских потребителей**. Это в большей степени касается европейской и японской продукции и не касается продукции из Китая (по причине привязки доллара к юаню).

Подводя итог, мы считаем, что расширение дефицита торгового баланса США на сегодняшний день ограничено, поэтому **данный фактор также нейтрален** (дефицит торгового баланса остается на текущем уровне) **или даже действует в пользу укрепления доллара**.

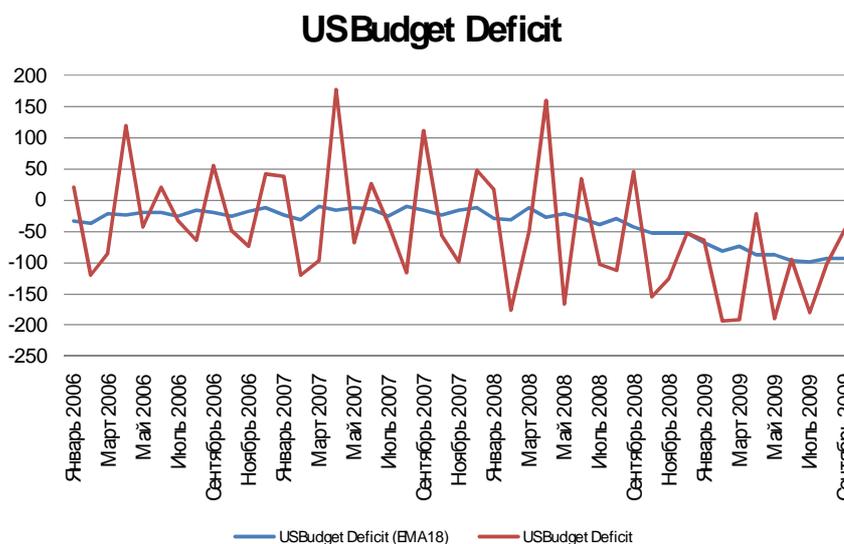
Описание прогнозной модели Доллар/Евро

Чем меньше **дефицит бюджета США** и чем меньше **Отношение дефицита бюджета к ВВП США**, тем сильнее доллар



Консенсус-прогноз (среднее значение) аналитиков (источник Bloomberg) предполагает сокращение Отношения дефицита бюджета к ВВП США с 10,95% (2009 г.) до 9% (2010 г.).

В первую очередь, снижение величины Отношения должно произойти за счет роста ВВП в 2010 г. (+2,41% по медиане прогноза Bloomberg), хотя за счет уменьшения величины кризисных расходов и новых доходов (за счет экономического восстановления) можно предположить, что **Сбалансированность расходов и доходов бюджета США также улучшится.**



Отчасти подтверждает данный тезис **прекращение помесичного увеличения дефицита Бюджета США в мае-сентябре 2009 г.**

Резюме: **Реализация двух данных факторов** (улучшение Отношения дефицита Бюджета к ВВП и улучшение сбалансированности Доходов и Расходов Бюджета) **будет способствовать укреплению доллара.**