



# **Ежемесячный анализ валютного рынка**

**Сентябрь 2010**

*Дж. Харди*

*валютный стратег-консультант*

*22 сентября 2010 г.*

## Долгая дорога вниз: USD, GBP и EUR

В конце августа, когда мы опубликовали свой последний отчет, показатель интереса к рисковым активам начинал подтачивать уровни поддержки. Однако уже к середине сентября он стремительно вырос, достигнув уровней сопротивления. В итоге, такие анти-рисковые валюты, как доллар США, и его приятель фунт, подававшие хорошие надежды на рост, обновили многомесячные минимумы против других валют стран «Большой десятки». Между тем, у евро были другие ориентиры, но он также упал к историческим минимумам против остальных валют Б10 и к середине сентября начал предпринимать попытки восстановления.

Причины обвала доллара и фунта просты: инвесторы готовы идти на риск, при этом они уверены в том, что восстановление американской экономики безнадежно застряло вместе с восстановлением рынка труда, тогда как остальной мир чувствует себя относительно хорошо, в особенности, развивающиеся страны, где процентные ставки и потенциал роста значительно выше. Кроме того, многие считают, что ФРС готова в любой момент запустить печатный станок, потому что Бенни-вертолетик ни за что не позволит экономике попасть в ситуацию, хотя бы отдаленно напоминающую дефляцию. Фунт попал под влияние аналогичных факторов. Он падает, поскольку рынок беспокоится о том, как правительственные программы фискальных ограничений отразятся на экономическом росте, кроме того, его тревожит Банк Англии, готовый в любой момент возобновить процесс количественного ослабления. Евро снижался на фоне старой доброй темы государственных долгов. С каждым днем становится все яснее, насколько сильно программы фискального ужесточения бьют по экономикам Греции и Ирландии, а также, насколько серьезными могут быть последствия для Европейской банковской системы.

Между тем, беспокойства по поводу темпов роста экономики Китая, возникшие в конце лета (на фоне публикации ослабленных индексов PMI по сектору обрабатывающей промышленности, динамики фондового рынка, снижающихся опережающих индикаторов, рисков на рынке недвижимости и решимости китайских властей уничтожить назревающий пузырь), практически полностью развеялись, оставив рынку надежду на уверенное восстановление мировой экономики благодаря движущей силе развивающихся рынков с Китаем во главе. Может быть, мы несколько преувеличиваем, но, в любом случае, рынок стремится любой ценой уйти от беспомощных, низкодоходных, вялорастущих и, судя по всему, еще и рискованных экономик Европы и США, в поисках пастбищ, где солнце светит ярче, а трава зеленее.

Мы уже долгое время опасаемся распространения американской болезни по миру, а также мощной волны антирисковых настроений, которая смоет все рискованные сделки (длинные позиции по активам развивающихся рынков), которые сейчас в изобилии присутствуют на рынке. Рынок облигаций уже давно указывает на нечто подобное, хотя никаких признаков паники пока еще не видно.

Напротив, антирисковые настроения лета сменились новой надеждой на лучшее, по крайней мере, об этом свидетельствует резкий рост в сентябре. Неужели этот луч надежды погаснет точно так же, как и все остальные, появлявшиеся в течение года - в особенности, самый яркий из них, вспыхнувший в конце апреля? Мы по-прежнему считаем, что скоро начнется бегство от риска, поскольку рынок уже учитывает в ценах куда более мрачное будущее, чем сейчас предполагают инвесторы. Когда это произойдет, спекулятивные сделки рынка против трех самых слабых валют Б10, скорее всего, будут закрываться и меняться на прямо противоположные. Особенно, это относится к доллару. И это говорим мы, закоренелые медведи по доллару. Совершенно очевидно, что доллар превратился в практически идеальный барометр риска. Если на мировых рынках начнется коррекция рискованных сделок, а доллар будет снижаться вопреки модели своего поведения,

сформировавшейся в прошлом, мы с радостью изменим свою точку зрения, при этом судьба валюты будет вызывать серьезные опасения. А пока антирисковые настроения = укрепление доллара и наоборот.

Поведение рынка, в частности, в контексте наших прогнозов, идет вразрез с нашим краткосрочным и среднесрочным видением событий прошедших нескольких месяцев, поэтому мы подозреваем, что начало нового медвежьего рынка может задержаться. Банк Японии, который провел неожиданную интервенцию почти сразу после того, как мы закончили составление своего обзора, привнес в ситуацию еще один фактор неопределенности. Ниже мы рассмотрим вопрос японской интервенции.

### **Япония проводит интервенцию**

Пока мы писали этот обзор, Банк Японии совместно с Минфином начали агрессивные интервенции на валютном рынке. Объем продаж иены превысил 10 млрд. долларов, что привело к стремительному взлету USDJPY с 15-летних минимумов в области ниже 83,00 почти до 86,00 менее чем за 24 часа. Мы довольно точно предсказали интервенцию в прошлом месяце, когда писали о иене, которая тогда торговалась вблизи 85,00. Мы полагали, что, теоретически, USDJPY может падать бесконечно долго, если процентные ставки также продолжают снижаться (так и было, однако, в начале сентября они начали расти, и USDJPY упала на 200 пунктов ниже от уровней нашего августовского обзора): “Кроме того, Банк Японии и Минфин не смогут долго спокойно наблюдать за тем, как доллар/иена торгуется ниже отметки 85.00. Быкам по иене следует поостеречься - в краткосрочной перспективе рост продолжится, но опыт показывает, что подобные тренды склонны к резким и стремительным разворотам”. Наши прогнозы нельзя назвать революционными по сравнению с общим настроением на рынке, хотя многие полагали, что правительство сможет вытерпеть и более высокий курс иены, прежде чем начнет вмешательство.

Так что же ждет иену дальше? Рынок может сделать поспешные выводы, вспомнив о том, как ему удалось победить Минфин и Банк Японии в конце 2003 года, и, фактически, “выиграть” у японских властей 180 млрд. долларов, потраченных на продажу иены. Возможно, на память придут успехи в борьбе с массовыми интервенциями Банка Швейцарии... Но нам следует помнить и о некоторых новых обстоятельствах, которых не было тогда. Во-первых, чем чаще Банк Японии проводит интервенции, тем меньше они влияют на интерес международной общественности к японским активам, даже в условиях перекупленности иены. Кроме того, нужно учитывать ущерб, нанесенный сильной иеной японской экономике, а также то, в какой степени интервенции подрывают и без того неблагоприятное финансовое положение Японии, увеличивая ее государственный долг. Схватка обещает быть интересной.

Мы уже давно ожидали роста USDJPY, даже когда пара, фактически падала, поскольку мы попросту не видим причин для долгосрочных инвестиций в японскую валюту в условиях ужасающего демографического кризиса, фискальных проблем, и отсутствия каких бы то ни было решений – Мы по-прежнему ждем пару на уровне 100 в следующем году. Возможно, это движение уже началось. В этом случае, оно помешает дальнейшему развитию бычьего настроения на рынке облигаций, а, в случае с USDJPY, может быть, будет развиваться и вопреки ему.

### **Рынок говорит: Не волнуйся, покупай австралийца**

Не так давно, когда австралиец вновь проигнорировал негативные настроения рынка, а интерес к рынку вспыхнул с новой силой, мы писали в своем ежедневном обзоре: что бы ни происходило вокруг, рынок все время твердит об одном: “Не волнуйся, покупай австралийца!”. Слушая эти наставления рынка, вспоминайте интонации Бобби МакФеррина. Последние несколько месяцев ситуация действительно складывалась в пользу австралийской валюты. Негативным фактором стало формирование слабой лейбористской коалиции в преддверии всеобщих выборов. Это грозит принятием законодательства по климатическим изменениям,

которые будут ограничивать развитие горнодобывающей промышленности, поскольку в этом случае отмена налога на недропользование будет отложена на неопределенное будущее. В остальном ситуация складывалась более чем благоприятно, вплоть до публикации следующего отчета: Австралия опубликовала данные по темпам экономического роста во 2 квартале, самые высокие за долгое время. Кроме того, на рынке росли все ключевые инструменты, традиционно, ассоциирующиеся с сильным австралийцем, включая фондовые рынки в целом и китайские в частности, а также основные сырьевые активы, такие как медь и золото.

Ниже, в прогнозах по валютам стран Большой десятки, мы рассмотрим эту тему подробнее. Однако наш долгосрочный прогноз по австралийцу не изменился: рынку жилья по-прежнему угрожают неприятности, а экономика страны очень чутко реагирует на сбои в работе китайской машины по импорту сырья - сейчас это единственный активно работающий сектор австралийской экономики. Мы не уверены в том, что рынок оценивает валюту в соответствии с потенциальными рисками. Поэтому, покупателям австралийца все-таки есть о чем беспокоиться.

## Модель Carry Trade – рынком правит беспечность

В конце августа ситуация вокруг спекуляций на разнице процентных ставок поменялась самым кардинальным образом: вялая активность (антирисковые настроения) в начале сентября резко сменилась неожиданным ростом. По вполне понятным причинам, ажиотаж на рынке рискованных активов пошел на пользу валютам с наиболее высокими процентными ставками и ожиданиями по ставкам. Среди валют Б10 это в большей степени относилось к австралийцу и шведской кроне. С меньшим энтузиазмом инвесторы отнеслись к новозеландскому доллару и канадцу.

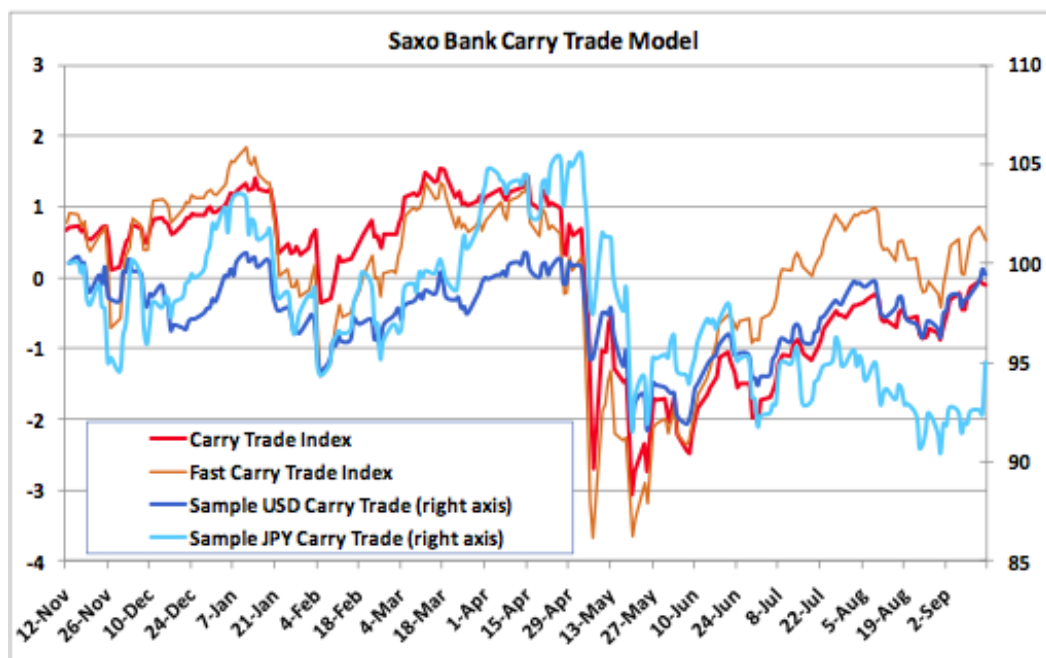
### Дивергенция USD-JPY сохраняется или нет?

Мы спешно переписываем этот раздел, поскольку Банк Японии в середине сентября неожиданно провел валютную интервенцию. Судьба доллара по-прежнему отличается от положения иены. Динамика японской валюты до интервенции была обусловлена темой процентных ставок, тогда как доллар движется в тандеме с показателями интереса к риску, в том числе и с используемыми нами для индекса Carry Trade. Теперь, когда Банк Японии вышел на рынок, ситуация может осложниться, однако, мы ожидаем, что разрыв в динамике доллара и иены быстро сократится, если рынок предпочтет не вступать в конфронтацию с Банком Японии.

### Прогноз по спекулятивной торговле на разнице процентных ставок

Мы считаем, что напасть, обрушившаяся на США, не обойдет стороной и другие страны развитого мира. С момента публикации нашего последнего отчета это предположение подверглось суровым испытаниям, поскольку мировые рынки, кажется, не верят в то, что слабость американской экономики распространится на другие страны, а теория разрыва взаимосвязей обретает новых последователей (в частности, это относится к разрыву между развивающимися и развитыми экономиками). В этом контексте, показатели риска слишком беспечны и склоняются в пользу спекуляций на разнице процентных ставок. Падение доллара к новым минимумам этого года против остальных валют Б10 (а также против нашей корзины carry) наглядно это демонстрирует. В середине сентября появились незначительные признаки дивергенции, могут несколько испортить настроение быкам по рискованным активам. К таким признакам относится дивергенция спредов по облигациям развивающихся рынков и корпоративным облигациям, а также дивергенция показателей риска и относительной динамики спекуляций carry trades. Но в целом, о возвращении медвежьего рынка всерьез и надолго можно будет говорить только в случае дальнейшего ухудшения условий для риска.

Сейчас медведи могут зацепиться лишь за общую динамику на рынке рискованных активов, которая меняется по малейшему поводу. Сейчас, в середине сентября мы наблюдаем за третьим крупным ростом интереса к риску после первого падения в мае.

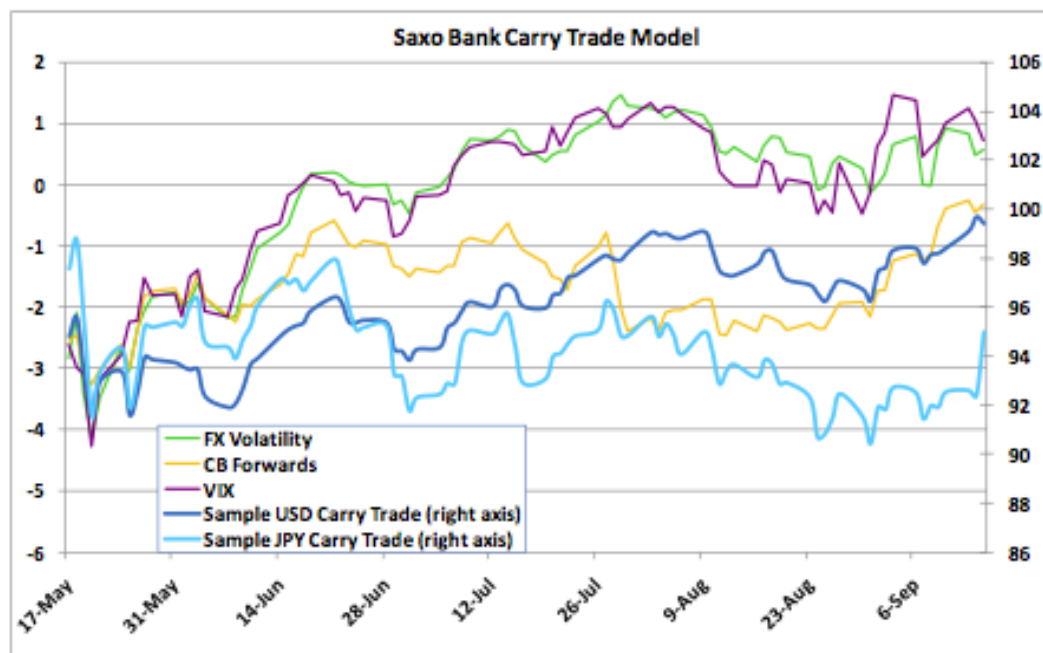


**График:** Модель Saxo Bank по carry trade

Обратите внимание на сохранение дивергенции между иеной и долларом до неожиданной интервенции Банка Японии. Доллар продолжает демонстрировать практически идеальную корреляцию с интересом к риску в соответствии с нашим индексом Carry Trade (красная линия). Стоит отметить, что общие условия риска - красная линия индекса Carry Trade - приближаются к нулевой отметке в долгосрочном временном интервале прогнозирования впервые после "обвала" 6 мая. (Две сделки carry trade, выбранные для примера, указывают на отсутствие спекуляций в отношении корзины из 7 валют (AUD, NZD, PLN, TRY, MXN, IDR, BRL) против USD и JPY.)

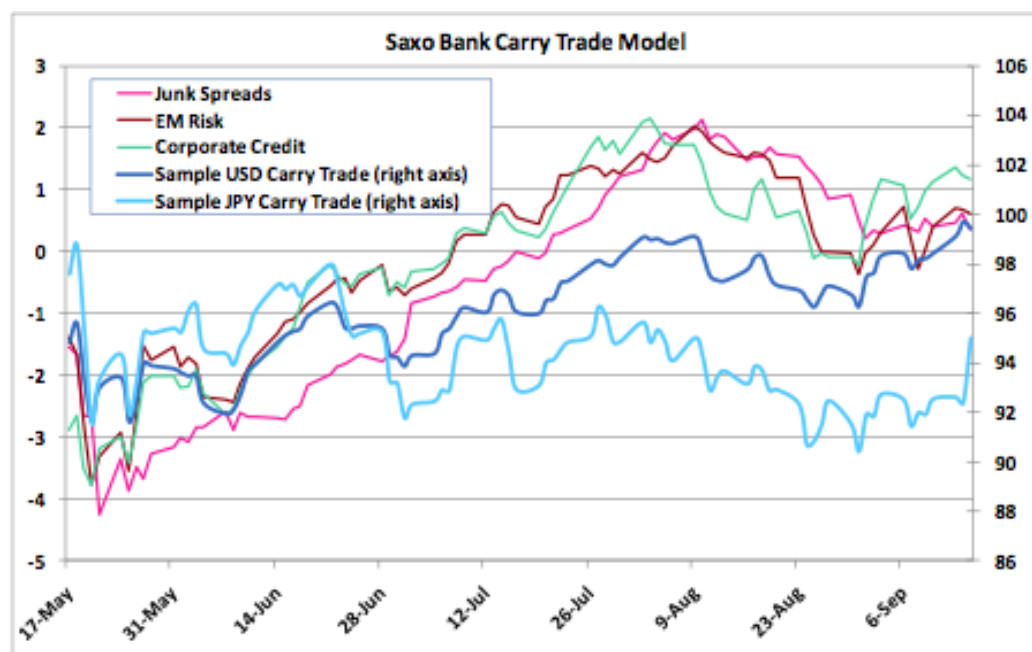
#### Компоненты модели Carry Trade

Ниже мы рассмотрим шесть компонентов модели carry trade. Обратите внимание, что графики показывают компоненты, используя короткий период усреднения (fast averaging period) для построения краткосрочного индикатора carry trade, быстрее отражающего изменения, хотя он, пожалуй, более склонен к «шумовому» сигналу (в этом случае это всегда компромисс).



**График:** Компоненты краткосрочного индикатора carry trade 1.

Ожидания изменений монетарной политики Центробанков наконец-то достигли дна и начали расти вместе с остальными компонентами индикатора риска. Между тем, безрассудное отношение к волатильности на валютном рынке и неустойчивость индекса VIX дошли до крайности.

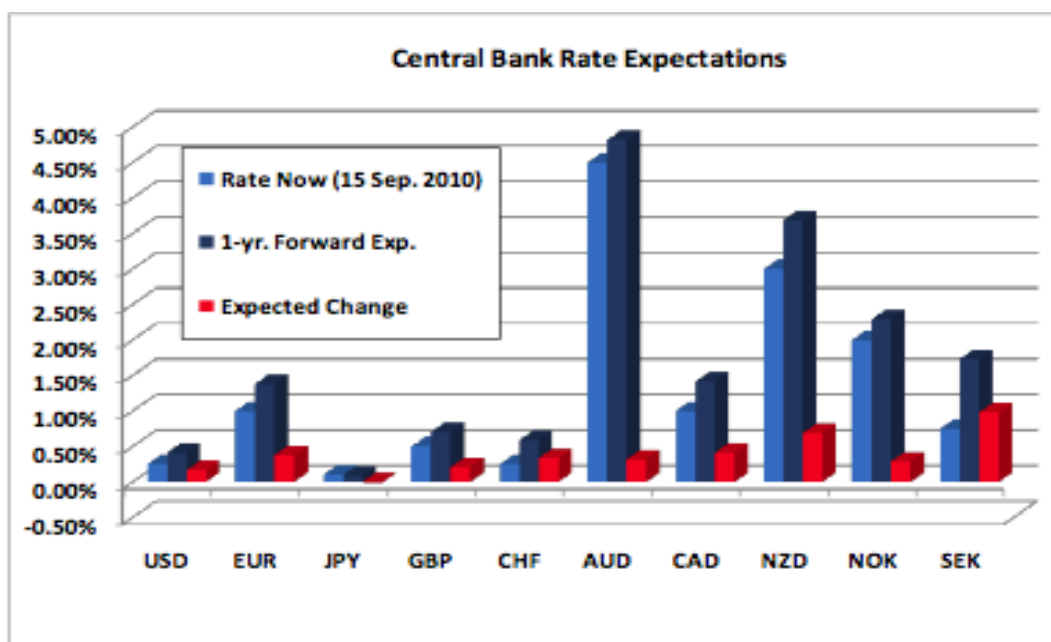


**График:** Компоненты краткосрочного индикатора carry trade 2

Медведям по рисковым активам остается надеяться лишь на то, что показатели риска на рынках развивающихся стран и рынках корпоративных облигаций снизились по сравнению с максимумами, зафиксированными в конце апреля.

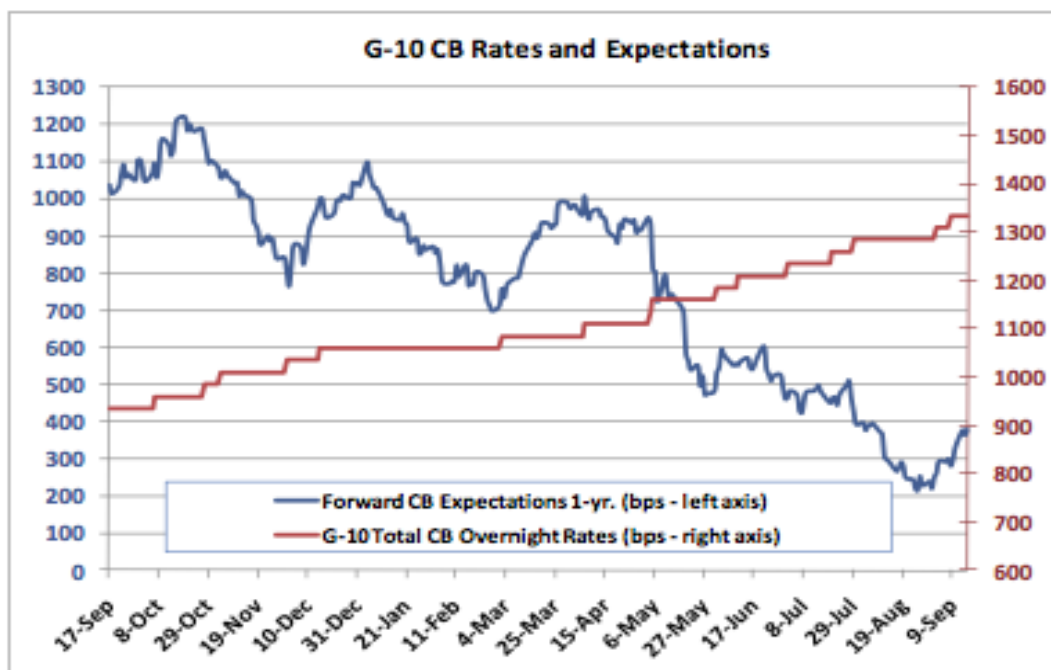
## Центральные банки: Удар по ожиданиям

Самые последние прогнозы по ожиданиям в отношении процентных ставок Центробанков Б10.



**График:** Ожидания в отношении процентных ставок остаются крайне низкими

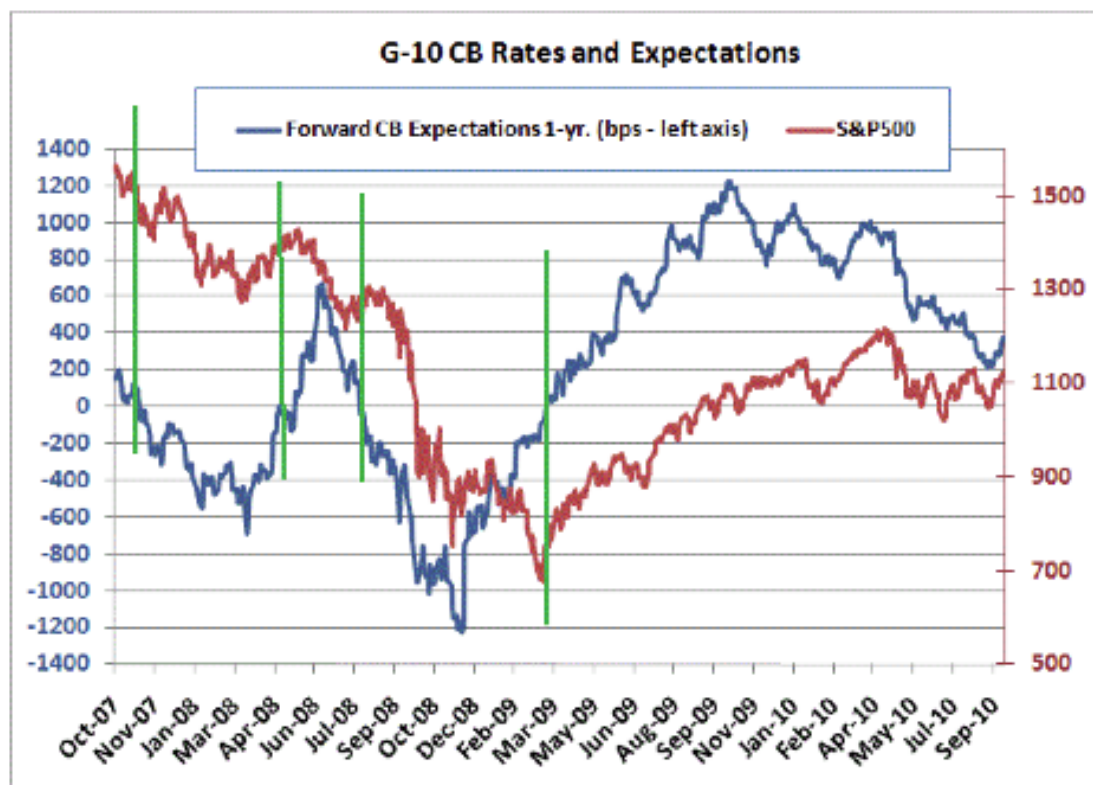
Только Банк Швеции все еще обдумывает заметное увеличение учетной ставки, вступив на путь ужесточения монетарной политики. Ожидания относительно ставки РБА колеблются вблизи нулевой отметки, ожидания по монетарной политике Банка Канады остаются низкими.



**График:** Вот как выглядят текущие ставки ЦБ стран "Большой десятки" и соответствующие им ожидания



Совокупные ожидания по монетарной политике стран "Большой десятки" в конце октября выпрямились и начали расти вместе с интересом к риску. Ожидания выросли на фоне совокупного повышения на 50 базисных пунктов (Риксбанк и Банк Канады повысили ставку на 25 б.п. каждый).



**График:** Долгосрочные перспективы ожиданий в отношении монетарной политики Центробанков

Ожидания все еще могут перейти на негативную территорию, если в Австралии разразится жилищный кризис, если Банк Норвегии будет вынужден бросить силы на борьбу с дефляцией, и если мы уберем ожидания незначительного роста ставки в Канаде и Швеции (или эти ЦБ завершат свои циклы ужесточения в ближайшие месяцы). Если проанализировать то, как ожидания в отношении монетарной политики ЦБ перемещаются из положительной территории на отрицательную (на графике отмечено вертикальными зелеными линиями) и наоборот, можно получить интересный прогнозный индикатор. Внушительный рост и падение во 2 квартале 2008 года были связаны с тем, что Центробанки опасались инфляции, вызванной ростом цен на сырье, которые, в конечном счете, оказались напрасными.

## Прогнозы Saxo Bank по 10 основным валютам

**Базовый сценарий:** Мы сохраняем свой прогноз по росту доллара, просто потому, что не верим в новое существенное усиление интереса к рисковым активам на мировых рынках. Конечно, подобные утверждения могут показаться слишком смелыми или глупыми, особенно в контексте взрывного роста на валютных рынках развивающихся стран и акций, штурмующих новые максимумы в середине сентября, но с фундаментальной точки зрения, на наш взгляд, ничего не изменилось. Неожиданным поворотом событий стало падение иены после вмешательства Банка Японии, что, в конечном счете, заставило нас изменить прогноз по USDJPY на прямо противоположный, поскольку мы уже давно не верим в счастливое будущее японской валюты.

**Альтернативный сценарий:** Альтернативные сценарии, рассматриваемые нами в представленных ниже прогнозах, обусловлены факторами, специфичными для той или иной валютной пары, но в целом альтернативный сценарий в отношении риска (сюрприз! сюрприз!) заключается в том, что инвесторы сохраняют интерес к риску, возможно, в надежде на то, что ФРС проведет новую широкомасштабную акцию количественного ослабления, и сделает спекуляции еще привлекательнее. Думаю, можно не говорить о том, что мы не верим в такую вероятность. Возможно, ФРС и реализует новые меры количественного ослабления, но только в условиях ухудшения экономической ситуации. И все же, мы не можем недооценивать возможности рынка, когда речь идет о чрезмерной страсти к краткосрочным спекуляциям.

Валютная пара	1 мес.	3 мес.	12 мес.	Альтернатива (1-2 м.)
EURUSD	1,2500	1,1700	1,1200	1,3300
USDJPY	88,00	92,00	102,00	85,00
EURJPY	110,00	108,00	114,00	113,00
EURGBP	0,8200	0,8000	0,7800	0,8300
GBPUSD	1,5300	1,4700	1,4500	1,6000
EURCHF	1,3300	1,3700	1,4000	1,2800
USDCHF	1,0600	1,1700	1,2700	1,9900
AUDUSD	0,8800	0,7800	0,7000	0,9700
AUDJPY	77,00	72,00	71,00	82,00
AUDNZD	1,2500	1,2000	1,1700	1,3100
NZDUSD	0,6800	0,6300	0,5800	0,7400
USDCAD	1,0800	1,1400	1,2000	1,000
EURNOK	8,10	8,25	7,75	7,75
EURSEK	9,30	9,60	9,00	9,15
EURPLN	4,15	4,50	4,75	3,90
USDZAR	7,40	8,25	9,00	7,00

*Таблица: Прогнозы Saxo Bank по 10 основным валютам*

## USD

Штаты продолжают публиковать слабую экономическую статистику, особенно по самым важным аспектам. Рынок жилья по-прежнему крайне слаб, а потребление просто на грани исчезновения - августовский рост розничных продаж был очень незначительным и, возможно, связанным с налоговыми льготами перед началом учебного года. Сектор обрабатывающей промышленности выглядит несколько устойчивее, чем можно было бы предположить, глядя на показатели, опубликованные в начале августа. Но сфера услуг, крупнейший сектор экономики, по-прежнему демонстрирует ухудшение. Индекс ISM в секторе услуг за сентябрь вышел на уровне 51.5 – это самое низкое значение с января.

### Количественное ослабление, часть вторая?

Несмотря на то, что на полугодовом выступлении в Конгрессе Бернанке подтвердил нейтральную позицию ФРС, а среди членов FOMC намечился раскол в вопросах дальнейшего количественного ослабления, ходят слухи, что оно все-таки будет. В середине сентября старший экономист Goldman Sachs предположил, что ЦБ может пойти на покупку новой партии облигаций еще на триллион долларов уже в ближайшее время. Эти слухи, судя по всему, возникли на фоне трехдневного обвала доллара и роста интереса к рисковому активу - рефлексное движение. Как мы уже отмечали в августе, мы считаем, что ФРС будет вести себя осторожно вплоть до конца ноября по политическим мотивам, в частности, из-за деятельности оппозиции и антиправительственной "Чайной партии", которая, скорее всего, поддержит Республиканцев на выборах 2 ноября, до которых осталось всего полтора месяца. Ситуация может развиваться в этом направлении.

### Прогноз

Как мы уже отмечали в первой части обзора, доллар остается "идеальным барометром риска", он растет только в условиях страха и паники и на фоне падения рискованных активов. Если доминирующие сейчас темы разрыва взаимосвязей, опасения относительно того, что Китай будет сокращать свои валютные риски, и страхи перед количественным ослаблением ФРС развеются как дым (или же ослабление в США будет нейтрализовано еще более мощными мерами количественного ослабления в других странах, поскольку там ожиданиям еще есть куда падать по сравнению с уже очень мрачными прогнозами по США), доллар может продолжить снижение в краткосрочной перспективе. Но в долгосрочном периоде мы полагаем, что мировую экономику ждет долгий и мучительный путь к стабильному восстановлению - восстановлению, которое основано не столько на попытке стран обскатить своих соседей по стимулированию экономики посредством экспорта, сколько на результате тяжелой работы по выравниванию мировых дисбалансов (погрязшие в долгах, живущие не по средствам Штаты, против Китая с его избытком производственных мощностей и недостаточным потреблением). Мы склонны проявлять больше осторожности, и рассчитываем на дальнейшую макроэкономическую коррекцию, которая приведет к новым опасениям относительно цен на активы с последующей ликвидацией коротких позиций по доллару. Это опасение может привести к укреплению доллара на некоторое время, но, в конечном счете, его ждет девальвация.

**Следующее заседание FOMC: 21 сентября**

**Альтернативный сценарий:** Наш альтернативный сценарий по доллару заключается в том, что данные по США будут ухудшаться, разительно отличаясь от данных по другим экономикам. В то же время, интерес к риску должен расти, а спрэды по процентным ставкам – расширяться не в пользу доллара.

## EUR

После публикации нашего обзора в середине августа евро по большей части падал, поскольку расширение спрэдов по государственным долговым обязательствам в периферийных странах Еврозоны вновь вывело на повестку дня риски европейских банков, владеющих гос. облигациями. К началу сентября евро протестировал новые минимумы против остальных валют стран "Большой семерки", однако, эти проблемы явно контрастировали с желанием рисковать.

Очевидно, новые шаги по фискальному ужесточению, предпринятые Ирландией и Грецией, заставляют многих опасаться, что странам все же не избежать дефолта. Доходность по ирландским 10-летним долговым бумагам приблизилась к максимумам текущего цикла, а доходность по 10-летним греческим облигациям достигла невероятного значения 11,5% и продолжила расти после того, как страна опубликовала данные по ВВП за 2 квартал на уровне -7% в годовом исчислении.

Незадолго до публикации нашего обзора евро незначительно укрепился на новостях о том, что новым требованиям к поддержанию капитала для банков в соответствии с новым сводом правил Базель III потребуются десятилетия для того, чтобы мы смогли почувствовать эффект от их применения. Между тем, в поле зрения рынков попадает лишь 9-летний временной интервал. Эти факторы наряду с ожиданиями дальнейшего количественного ослабления в США, изменили ситуацию в паре евро/доллар в пользу единой валюты. Еще один любопытный источник силы для евро - это резкий рост. Может быть, все дело в ликвидности евро, или еще в чем-то. Ясно одно, он не имеет ничего общего с ожиданиями повышения ставки ЕЦБ.

## Прогноз

Проблема суверенного долга преследует Европу по пятам и довлеет над перспективами европейского роста, поскольку уже сама по себе приводит к эффекту ужесточения для большинства экономик Еврозоны, таких как Испания, обеспечивавших большую часть роста региона. И все же проблема суверенного долга пока несильно сказалась на экономических показателях Еврозоны, возможно, благодаря эффекту резкого ослабления евро. Но мы думаем, что нам уже не доведется увидеть показатель роста на уровне 2,2%, как в Германии за 2 квартал. Последние данные по объему производства/заказам, а также индикаторы доверия, указывают на ослабление экономики Еврозоны, а стремление к финансовым ограничениям, в частности, в Германии, неизбежно приведет к дальнейшему ослаблению. Вопрос в том, насколько это ослабление будет сопоставимо с ситуацией в Штатах.

Рост EURUSD в середине сентября стал для нас сюрпризом. Пара может протестировать недавние минимумы цикла, но мы полагаем, что ожидания в отношении процентных ставок все же будут меняться в пользу доллара против единой валюты. Однако наши прогнозы по другим парам, например, AUDUSD, говорят о том, что если ситуация вокруг государственного долга стабилизируется, рост интереса к рисковому активам может помочь евро, который обгонит другие валюты роста в странах "Большой десятки". Это связано с тем, что Еврозона попала в одну компанию с США, как развитая страна с "вялым экономическим ростом".

**Следующее заседание ЕЦБ: 7 октября**

**Альтернативный сценарий:** Главная угроза нашему прогнозу - это существенное падение доллара. Нельзя забывать о том, как с конца 2007 года и вплоть до лета 2008 года рынки занимались рассуждением о разрыве взаимосвязей и делали ставку на риск. А потом наступила суровая действительность.

**JPY**

Ситуация для японской иены кардинально изменилась после убедительного и изначально успешного вмешательства Банка Японии/Министерства финансов, нацеленного на сдерживание укрепления национальной валюты. Иена достигла 15-летнего максимума против американского доллара после того, как влиятельному члену Демократической партии Японии Озаве не удалось сместить на своем посту лидера партии и нынешнего премьер-министра Кана. Считалось, что Кан более спокойно относится к укреплению иены, однако мощная интервенция, последовавшая за выборами лидера партии, очевидно, застала рынок врасплох – рост USDJPY на начальном этапе интервенции составил 3-4%. Среди причин, по которым японские власти смогли провести интервенцию, общее ослабление доллара на рынке и явные манипуляции Китая, который едва позволил измениться курсу своей валюты, когда накапливал огромный объем японские государственные облигации, усугубляя, таким образом, укрепление иены до того момента, как в ситуацию вмешался Банк Японии.

Валютная интервенция хотя бы на время нарушила подневольное следование иены за дифференциалами процентных ставок, представив на рынок новую движущую силу и способствуя появлению новых соображений.

**Когда же начнется долгосрочный период?**

Мы уже давно предупреждаем о вероятности суверенного долгового кризиса в долгосрочном периоде, так как не видим приемлемого плана, который позволил бы стране выйти из странной ситуации, которую можно охарактеризовать как сочетание дефляционной спирали и самого высокого в мире уровня государственного долга, составляющего более 200% от ВВП. До наступления сентября эта проблема отодвигалась на задний план, во всяком случае, если судить по рыночной оценке суверенных долговых рисков страны и доходностей государственных облигаций, которые снижались в унисон с доходностями облигаций других стран. Во всяком случае, отчасти это было связано с покупкой Китаем государственных долговых обязательств Японии. Однако стоит заметить, что в последнее время волатильность доходностей долгосрочных японских государственных облигаций была намного более значительной в сравнении с исторической волатильностью, чем волатильность на других основных рынках облигаций. Может быть, это намек на то, что в ситуации с кредитоспособностью Японии есть намного больше причин для беспокойства, чем кажется на первый взгляд? И каким образом интервенция повлияла на эту оценку?

**Прогноз**

В первой части нашего обзора мы отметили слабость аргументов в пользу укрепления японской иены и тот факт, что в основе их может лежать только сужение спреда процентных ставок (с сохранением бычьего настроения на рынках облигаций) и отношение «реальных» доходностей к номинальным в условиях перманентной дефляции в Японии. Но на горизонте маячит столкновение избытка японского долга с фискальной реальностью. Кроме того, укрепление иены уже нанесло

вред японской экономике каждым своим движением вверх. В то же время внутри страны не появилось новых маргинальных покупателей японских долговых обязательств. Также отсутствует надежный план обезвреживания долговой бомбы с часовым механизмом, при том что обязательные расходы и процентные платежи по долговым обязательствам уже значительно превышают доходы. И интервенция Банка Японии, и идея новых мер стимулирования могут способствовать лишь тому, что иностранные покупатели японских долговых обязательств сто раз подумают, прежде чем решат добавить их в свои портфели.

В рамках наших прогнозов по другим основным валютам Б10 этот фактор является неоднозначным, но достаточно сказать, что Банк Японии выступил в тот момент, когда в спекулятивном мире исключительно популярными стали продажи американского доллара и покупки японской иены. Фундаментальные составляющие этой сделки могут быть переосмыслены, а доходность по американским государственным облигациям впервые за 10 лет может перестать быть определяющим фактором влияния на динамику USDJPY. Мы давно указывали на долгосрочные риски стремления японских властей противостоять значительному снижению USDJPY и долгое время сохраняли однолетнюю цель по USDJPY на уровне 100. Интервенция Банка Японии может ознаменовать начало путешествия пары к этой цели.

#### **Следующее заседание Банка Японии: 5 октября**

**Альтернативный сценарий:** Мы считаем, что Минфин/Банк Японии сейчас настроен весьма решительно, но, если доходности по облигациям вновь упадут к недавним минимумам или даже ниже, сторонникам интервенции придется на время вступить в кулачный бой, и пара USDJPY будет торговаться в более низком и неустойчивом диапазоне, чем в случае развития нашего основного сценария, – в особенности, если долгосрочные процентные ставки опустятся к новым циклическим минимумам.

## **GBP**

Динамика британского фунта все больше напоминает динамику американского доллара ввиду схожести экономических перспектив стран этих валют: условия торговли ужасны, в частном секторе необходим дальнейший значительный делевередж, финансовая система в руинах и на государственном жизнеобеспечении, а Центробанк готов применить QE-дефибриллятор в случае возникновения угрозы остановки сердца у пациента. Добавим к этому пару специфических для Великобритании особенностей – правительство, которое вводит в действие новую программу строгой экономии, и тревожно высокие уровни инфляции (и Центробанк, который полагает, что эта инфляция вскоре снизится, и пока не учитывает это обстоятельство в своей политике) – и в итоге не имеем никаких оснований для укрепления валюты, несмотря на общий значительный интерес к рисковому активу.

Как мы упоминали в наших прошлых обзорах, инфляция в Великобритании остается на высоких уровнях по отношению к процентным ставкам – это означает, что с держателями сбережений в Великобритании и владельцами низкодоходных британских государственных облигаций поступают несправедливо и что покупательная способность валюты снижается. Банк Англии продолжает настаивать на своем мнении, что инфляция, в конце концов, снизится, однако показатели за август



вновь оказались тревожно высокими.

Глава Банка Англии Кинг и члены комитета по монетарной политике довольно открыто высказывают свое мрачное мнение касательно британской экономики, которой в скором времени предстоит столкнуться с серьезными трудностями (нельзя не восхититься их искренностью в сравнении с подходом Федрезерва, который обсуждает абсурдные годовые темпы роста 3%). Комбинация высокой инфляции и нерешительных комментариев Центробанка негативно влияет на британскую валюту, которая при таком раскладе может вырасти только в случае ухудшения мнения рынка относительно других стран мира, на фоне которого прогноз по Великобритании будет казаться сравнительно менее мрачным.

Новое коалиционное правительство стоит в авангарде среди развитых стран в вопросе полного перехода в режим строгой экономии (удивительная тенденция после расточительного правительства Брауна). Великобритания также одной из первых приступила к количественному ослаблению в ходе финансового кризиса после первоначального замешательства. Будет весьма интересно посмотреть, как будут меняться британские показатели по мере реализации программы строгой экономии. На рынке жилья и, возможно, также в потреблении уже прослеживаются признаки замедления.

Некоторое облегчение пришло вместе с публикацией резко улучшившегося показателя торговли за июнь, но затем июльский показатель зафиксировал новый рекордный дефицит торгового баланса, напомнив рынку о том, что сравнительного ослабления фунта в последние пару лет не достаточно, чтобы преодолеть сложившиеся в стране условия торговли. Возможно, программа строгой экономии Кэмерона окажет позитивное влияние на состояние внешних расчетов в следующем месяце. Очень важно, чтобы страна видела постоянное улучшение в торговой картине (и/или чтобы огромные потоки капитала, генерируемые когда-то мощной индустрией финансовых услуг Великобритании, чудесным образом возродились и компенсировали исключительно большой торговый баланс) и снижение уровней инфляции (либо чтобы Центробанк предпринял какие-то меры в этом направлении) – в этом случае валюте предстоит длительное восстановление, а нам не придется корректировать в меньшую сторону прогнозы по фунту.

### **Прогноз**

Мы полагаем, фунт продолжит торговаться в корреляции – в той или иной степени – с американским долларом в свете аналогичных обстоятельств, в которых оказались эти валюты, даже несмотря на то, что их сравнительная сила может меняться время от времени, так как при усилении аппетита к риску фунт будет несколько сильнее доллара, а при ухудшении рискованных настроений – несколько слабее него.

Мы слегка обеспокоены перспективами фунта. Мы пока не изменили прогноз по этой валюте, но пристально следим за ситуацией. Критическая проверка для фунта произойдет в тот момент, когда (и если) рынки вернутся в более медвежий рискованный режим; также динамика фунта в значительной мере зависит от того, появятся ли, наконец-то, четкие признаки снижения инфляционных уровней. А до тех пор фунт продолжит держаться в оборонительной позиции, кроме как в паре с иеной и долларом.

**Следующее заседание Банка Англии: 7 октября**

**Альтернативный сценарий:** Резкое ослабление фунта на фоне реализации программы строгой экономии в Великобритании без ее подкрепления уровнем инфляции и общего сохранения интереса к риску.

## CHF

Оглядываясь назад, можно сказать, что франк практически стал закадычным другом иены, так как пара EURCHF, наконец-то, смогла подняться, следуя за потрясающим восходящим рывком EURJPY, – вряд ли такое развитие событий можно назвать совпадением, так как рынок переоценивает свое отношение к покупке низкодоходных иены и франка в условиях сравнительно хорошего аппетита к риску и ослабления давления сокращающихся спрэдов процентных ставок.

Франк протестировал новые максимумы ниже отметки 1.30 в EURCHF в связи с тем, что в прошлом месяце проблемы суверенного долга в Еврозоне вновь вышли на время на первый план, а рынок все еще взвешивает все оставшиеся еще с докризисных лет позиции, связанные со сделками carry trade/иностранными займами. С учетом уровней, на которых сейчас находится франк, рынку необходимо ответить на два вопроса: когда будет достаточно и какая доля иностранных займов, сделанных во времена надувания пузыря, оказалась под угрозой кредитного риска? Размышления над ответами на эти вопросы, возможно, и стали препятствием на пути еще более значительного укрепления франка, чем нам уже довелось увидеть. На самом деле, мы, вероятно, видим признаки угасания впечатляющего роста франка.

Безусловно, для Швейцарии большой проблемой, для решения которой понадобится несколько лет, стал подавляющих размеров финансовый сектор, явившийся причиной хаоса на валютном рынке и рынке капиталов и создавший серьезную угрозу для остальных секторов экономики страны. Укрепление франка также ослабит конкурентоспособность и мощь экспортного сектора страны.

## Прогноз

Мы, наконец-то, можем сделать предположение, что укрепление франка, по большому счету, закончилось. Возобновление тенденций ухода от риска и новый рост на основных рынках облигаций станут проверкой на прочность для этого предположения, так как такая комбинация факторов может оказать поддержку франку, как минимум, против рискованных валют. А как насчет франка против доллара и/или евро? Здесь мы менее уверены в том, что франк может продолжить рост.

## Следующее заседание SNB: 16 декабря

**Альтернативный сценарий:** Снижение процентных ставок обратно к циклическим минимумам и, возможно, ниже заставит рынок оказать сопротивление японской интервенции, и это скажется на прогнозе по франку – в этом случае пара EURCHF протестирует минимумы и уровни чуть ниже.

## AUD

Австралийский доллар в сентябре внезапно вновь стала самой любимой из основных валют – настолько любимой, что сейчас снова вернулся к историческому максимуму против остальных валют



Б10 с апреля месяца и к новому многолетнему максимуму против доллара с начала финансового кризиса. Продолжающееся восстановление австралийского доллара совпало с ростом на китайском рынке ценных бумаг, повышением цен на медь и драгоценные металлы и значительным улучшением рискованных условий, благоприятствующих проведению операций carry trade.

Данные экономической статистики из Австралии были несколько неоднозначными. С одной стороны, данные по росту во втором квартале оказались почти абсурдно сильными, а растущие цены на сырье, во всяком случае, на ключевые сырьевые товары, оказали поддержку крайне важной горнодобывающей отрасли. Кроме того, показатели занятости, в целом, оставались хорошими, а признаки снижения розничных продаж пока еще не появились.

Однако все больше кажется, что австралийская экономика обладает лишь одним талантом, так как другие крупные сектора, возможно, уже погружаются в рецессию. Согласно последним исследованиям в секторе услуг и в строительном секторе были зафиксированы показатели ниже демаркационной линии на уровне 50, и это особенно относится к строительному сектору. Что касается сектора жилья, пузырь здесь демонстрирует все признаки неизбежного сжатия – данные свидетельствуют о сильном снижении темпов продаж домов и выдачи разрешений на строительство, за которыми, скорее всего, последуют и цены, и тогда страну ждет то похмелье в банковском секторе и экономике, которое всегда следует за раздуванием пузыря.

На последнем заседании РБА оставил ставку на прежнем уровне и не стал сильно распространяться о будущих перспективах, но рынок уже вновь учитывает приемлемую вероятность еще одного повышения ставки в следующем квартале, после того как прежде учитывал снижение ставки. В условиях хорошего интереса к рискованным активам это стало еще одним фактором, оказавшим поддержку австралийской валюте.

### Прогноз

Ни один из факторов, оказавших недавно поддержку австралийскому доллару, не будет иметь продолжительного влияния; большинство из них взаимосвязаны, хотя пузырь на рынке жилья все же может оказать независимое от других переменных действие. Очевидно, что Австралия все больше зависит в экономическом росте от горнодобывающей отрасли промышленности и что сильный австралиец может привести к заболеванию «голландской болезнью» в какой-либо форме и еще больше усугубить эту зависимость. По сути, судьбы Австралии и Китая сейчас тесно переплетены, так как любое укрепление австралийца возможно только при условии, что Китай и дальше будет увеличивать экспорт, и продолжит чрезмерное наращивание избыточных производственных мощностей в инфраструктуре и недвижимости.

Мы удивлены тем, что австралийский доллар поднялся на столь высокие уровни, однако мы сохраняем решительно негативный долгосрочный прогноз по валюте, потому что степень падения австралийца относительно ожиданий исключительно велика, если мы, в конечном счете, не ошиблись в направлении на рынках активов и рискованных настроений в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Эта загадочная ситуация в Китае позволит определить приблизительное время любого падения австралийца.

Интересно отметить рост пары EURAUD до публикации этого обзора. Может быть, это предвестник минимумов?

**Следующее заседание РБА: 5 октября**

**Альтернативный сценарий:** Если текущий рисковый настрой/самодовольство изумительным образом сохранятся, австралиец в краткосрочном периоде может подняться еще чуть выше, возможно, к самым высоким докризисным уровням. Однако шансы на то, что этот сценарий станет определяющим на долгосрочный период, весьма малы.

**CAD**

За последний месяц канадский доллар обрел некоторую поддержку по отношению к доллару, однако не сильно отличился в парах с другими валютами. На рынке усиливаются волнения, что условия торговли ухудшаются с каждым потерянным пунктом по курсу доллар США/канадский доллар и что проблемы по южную сторону границы могут перекинуться на север, особенно если жилищный бум в Канаде продолжит стихать. В то же время цены на энергоресурсы заметно отставали от цен на рисковые активы, поэтому сейчас канадский доллар, наверное, получает меньше от торговли на риске, чем обычно.

Кривая ожиданий в отношении процентной ставки Банка Канады в течение последнего месяца была относительно ровная, однако после сентябрьского заседания банка она резко выросла, так как ЦБ, похоже, захотел оставить открытой дверь для дальнейшего ужесточения тогда, когда даже вероятность повышения до 1,00% не полностью учитывалась рынком. Однако впоследствии Карни и его команда выразили недовольство текущим курсом канадского доллара к доллару США, и пока инфляция в Канаде держится на текущем очень низком уровне, а на жилищном рынке наблюдаются признаки коррекции, непонятно, зачем вообще Банку Канады изменять ставку в ближайшем будущем.

Рисков у канадского доллара немало при текущем курсе доллара США к канадскому доллару не намного выше паритета. Прежде всего, это признаки того, что жилищный бум быстро сбавляет обороты, а также крайне неблагоприятное развитие условий торговли в Канаде, которым не способствует и высокий курс канадского доллара. И все же, чтобы приблизиться к траектории своего южного соседа, канадской экономике нужно восполнить приличный разрыв. Однако если она пойдет в неправильном направлении, то восполнять придется разрыв в относительных показателях/ожиданиях.

**Прогноз**

Пара USDCAD когда-нибудь вырвется из диапазона 1,01-1,08? Мы прогнозируем, что в итоге это произойдет, и пробита будет верхняя граница диапазона, но только в том случае, если сбудется наш сценарий распространения экономического спада на все развитые страны. С положительной стороны, валюта, возможно, была слишком сильно наказана в парах с некоторыми другими валютами за свою привязанность к «отмежевавшимся» США, поэтому она выглядит очень слабой, особенно в паре с австралийским долларом, где курс превысил знаменательную отметку 0,96.

**Следующее заседание Банка Канады: 19 октября**

**Альтернативный сценарий:** Более оптимистичное развитие событий для канадского доллара возможно, если рынок продолжит воодушевляться теми немногими странами, которые повышают процентные ставки и если интерес к риску сможет уберечь валюту от дальнейшего

*снижения. Такой сценарий может оказать поддержку канадскому доллару на данном этапе.*

## NZD

В сентябре новозеландский доллар в целом укреплялся, стимулируемый, хотя и не очень активно, сильным ростом на мировом рынке рискованных активов. Мы говорим «не очень активно», потому что над Новой Зеландией за этот прошедший месяц нависло несколько новых туч: громкое банкротство банка, самое дорогостоящее стихийное бедствие в истории страны и новые признаки экономического ослабления, особенно на рынке жилья, но в том числе и в сегменте розничных продаж.

По итогам заседания РБНЗ 16 сентября Боллард предложил рынкам коммуникативную солянку, согласно которой, банк одновременно считает ставки стимулирующими и будет вынужден ужесточить политику в будущем. Однако, по мнению банка, уровень инфляции благоприятный, и самое время взять паузу в повышении ставок до тех пор, пока не будет оценен ущерб недавнего землетрясения в Крайстчерч для экономики. Рынок истолковал заявление как негативное для денежно-кредитной политики и сократил ожидания в отношении ставки РБНЗ в годовой перспективе на половину повышения, что вызвало резкое падение курса новозеландского доллара незадолго до публикации данного обзора.

Господин Боллард немного укрепил свою репутацию в ходе выступления на сентябрьском заседании РБНЗ, когда сказал, что цены на жилье стабилизируются, но мы думаем, что он может пожалеть о своих словах. Как и в Австралии, в Новой Зеландии жилищный пузырь, по сути, так и не выправился с предыдущего цикла (но и не разросся снова до тех максимальных значений, которые показал австралийский пузырь), и коррекция была остановлена резким снижением процентных ставок на фоне финансового кризиса. Сейчас процентные ставки снова растут, и активность на новозеландском жилищном рынке значительно сократилась, и цены ощутили на себе влияние снижения объема продаж. Это может дать РБНЗ основание для дополнительной паузы, и в сочетании с потенциальным экономическим спадом в Китае может вызвать ослабление новозеландского доллара против остальных валют стран «Большой десятки».

## Прогноз

Новозеландский доллар, вероятнее всего, продолжит сильно зависеть от состояния финансовых рынков, и, учитывая очевидное ухудшение экономики, новые всплески антирисковых настроений могут способствовать стремительному снижению курса валюты по отношению к более безопасным валютам, в особенности к доллару США, который может показать лучшие результаты в атмосфере общерыночной тенденции к неприятию риска. Хотя ситуация в Новой Зеландии не выглядит особенно впечатляющей, новозеландский доллар в скором времени начнет казаться слишком дешевым по сравнению с сильно перекупленным австралийским долларом. Следите за тем, как будет развиваться ситуация в области значений 1,30 в паре AUDNZD. Этот уровень исторически был венцом всех ралли.

## Следующее заседание РБНЗ: 27 октября

**Альтернативный сценарий:** У новозеландского доллара может получиться сохранить диапазон и даже пробиться к новым максимумам против карабкающегося доллара, если условия для риска

*останутся благоприятными дольше, чем мы ожидаем.*

## NOK

С момента нашего последнего отчета норвежская крона была практически неподвижна. Частично кроне не позволил укрепиться по отношению к остальным валютам «большой десятки» слабый евро, однако влияние оказали и собственные фундаментальные факторы, в особенности инфляция, которая грозит перейти в дефляцию, а также нединамичный производственный сектор, которому нечего предложить и который развивается в неправильном направлении, особенно если сравнить с восточным соседом Норвегии. Хотя товарно-сырьевые валюты в последнее время показывали относительно хорошие результаты, определяющее сырье для Норвегии, нефть, сильно отстала от других проциклических сырьевых активов и акций по сравнению с прошлой динамикой, что также не позволило норвежской кроне показать положительные результаты в атмосфере повышенного интереса к риску.

### Банк Норвегии понизит ставку?

Принимая во внимание низкий уровень инфляции в Норвегии и риск дальнейшего замедления роста в развитых экономиках, мы снова задаем (возможно) провокационный вопрос: Не будет ли следующим шагом Банка Норвегии понижение ставки, а не повышение? Такое вполне возможно, если темпы роста в основных экономиках продолжат снижаться и если норвежский жилищный рынок, который с периода кризиса переживал периоды подъема благодаря низким ставкам, в конечном итоге начнет разворачиваться.

### Прогноз

Норвежская крона – очень любопытный экземпляр среди валют «большой десятки», и мы подозреваем, что она, хотя и может первоначально ослабнуть, если мировой интерес к риску, как мы ожидаем, снова снизится, все же обладает потенциалом значительного роста в надлежащих условиях, например, если доходность по государственным облигациям вырастет из-за страха губительных дефолтов по причине инфляции, а не по проциклическим причинам. Это будет наиболее благоприятная ситуация для норвежской кроны, но пока она не входит в наш базовый сценарий. Просто стоит отложить эту тему у себя в голове, что вернуться к ней в соответствующих условиях. Если дело дойдет до крайности, то полноценный кризис суверенных долгов может развести японскую иену и норвежскую крону по разным полюсам оси «большой десятки», и короткие позиции в паре JPYNOK принесут гораздо больше плодов, чем интервенция на рынке иены. Тем не менее, пока мы такую стратегию не используем – это всего лишь сценарий, который стоит учесть.

Таким образом, курс норвежской кроны может ослабнуть на первых этапах новой волны продаж рискованных активов, особенно по отношению к доллару, однако мы не думаем, что валюта проявит высокую степень корреляции, подобно той, которую мы наблюдали в дни финансового кризиса, поскольку она сильно подешевела в парах с более чувствительными к риску валютами, такими как австралийский и канадский доллары, с тех пор, как фондовый рынок достиг минимума в 2009 году, и может продолжить дешеветь, если китайская машина роста остановится.

**Следующее заседание Банка Норвегии: 22 сентября.**

**Альтернативный сценарий:** Рассматривайте потенциал норвежской кроны в случае появления

*серьезных беспокойств, связанных с суверенными долгами. А так, на данном этапе мы не видим ничего, что могло бы вызвать значительное изменение курса норвежской кроны, за исключением предательского центрального банка, который хочет понизить процентную ставку.*

## SEK

Рост курса шведской кроны был обусловлен возрождением интереса к риску в сентябре. Кроме того, фундаментальные показатели шведской экономики, основанной на экспорте, остаются на высоте, так же как и Германия показала резкий рост во 2-м квартале благодаря экспортной деятельности. Также в последнее время Швеция смогла диверсифицировать свой риск в пользу Азии, и это придало дополнительный стимул. Помимо всего прочего, Риксбанк остается единственным центральным банком в «Большой десятке», который планирует значительно повысить процентные ставки в течение ближайшего года. Согласно ожиданиям рынка, за этот период ставки будут повышены более чем на 75 б.п. На основании долгосрочной стоимости курс евро к шведской кроне к настоящему моменту вернулся в пределы прежнего диапазона 8,90-9,50.

### Прогноз

Аргумент в пользу роста шведской кроны очевиден, ведь страна всегда процветает, когда процветает ее экспортный сектор. Высокий уровень экспорта и низкий уровень процентных ставок вселяют уверенность, и экономика Швеции бурно развивается. Восходящая тенденция кроны, возможно, еще какое-то время будет сохраняться, пока фондовые рынки растут, а двигатель китайского роста продолжает работать.

Однако существуют три основные угрозы дальнейшему росту шведской кроны от текущих уровней. Во-первых, это, конечно, всеобъемлющий риск в виде не впечатляющих перспектив мировой экономики. Если ожидания в отношении экономического роста снизятся, и, в частности, ухудшатся перспективы Китая, то это неизбежно ударит по кроне, так как шведская экономика очень сильно зависит от своих экспортных рынков. Во-вторых, шведская крона входит в число валют «большой десятки», чьи экономики страдают от жилищного пузыря, который может вскоре лопнуть, так как центральный банк убирает «мягкие» условия. Если в крупных развитых экономиках начнется спад, то страны с перегретыми жилищными рынками могут пострадать сильнее из-за наличия дополнительной нагрузки на внутренний рынок, которую вызывает схлопывание пузыря активов (вспомните США, которые уже три года переживают на себе последствия своего жилищного пузыря).

Наконец, Национальное долговое агентство Швеции объявило, что будет сокращать длинную позицию по шведской кроне, наращенную в период финансового кризиса, когда оно провело интервенцию, чтобы сохранить порядок на рынках. Размер позиции оценивается приблизительно в 50 млрд. шведских крон – «значительная» сумма для коррекции. Представляется, что агентство захочет сокращать позицию медленно и только при благоприятных уровнях, но это все равно может послужить препятствием для дальнейшего укрепления валютного курса.

Таким образом, если антирисковые настроения и потери на основных рынках активов в ближайшем будущем возобновятся, то новые предельные значения курса кроны к доллару США и другим «антирисковым» валютам маловероятны. Однако вряд ли динамика кроны будет снова

характеризоваться волатильностью, которая была в период финансового кризиса, и среди валют «большой десятки» она может не отличаться особенной корреляцией с ситуацией на финансовых рынках.

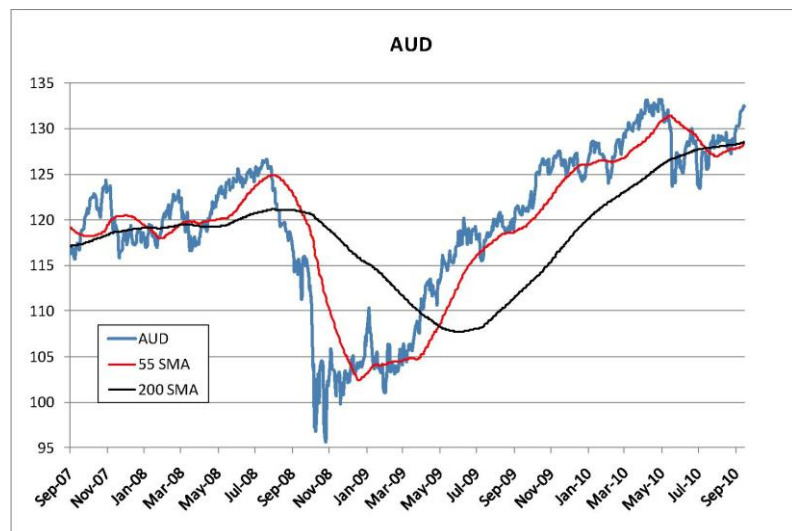
В будущем вполне вероятно, что Швеция будет показывать хорошие результаты (т.е. риск спада будет гораздо ниже, чем во время финансового кризиса), так как бюджетные дела страны в порядке по сравнению с большинством других развитых стран, а также благодаря базовой ценности.

**Следующее заседание Риксбанка: 26 октября**

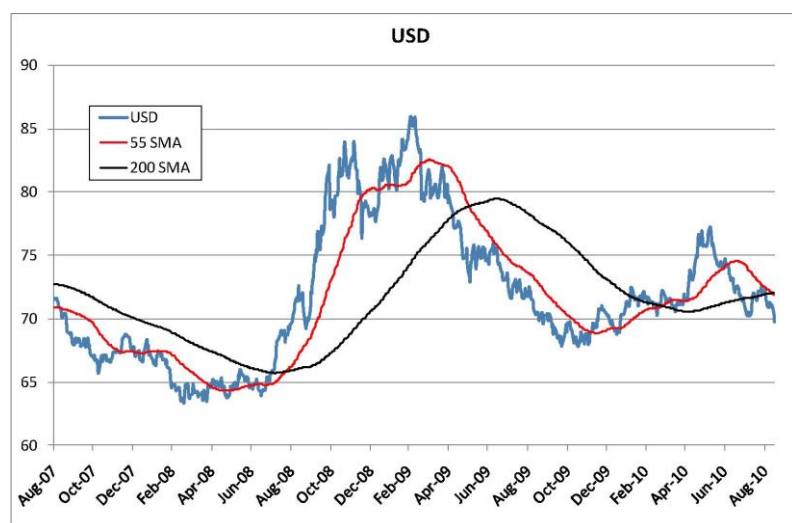
**Альтернативный сценарий:** *Шведская крона зависит от отношения к риску, поэтому более сильное укрепление курса, нежели мы прогнозируем, возможно только в случае усиления желания игроков рисковать и попытки преодолеть важное сопротивление на фондовых рынках, которое оставалось в силе на момент написания данного обзора.*

## Графики по валютам стран «Большой десятки»

На графиках (2 больших и 8 маленьких) показана динамика каждой из валют стран «Большой десятки» против взвешенной корзины остальных 9 валют. Все валюты проиндексированы до 100 на скользящей основе, используются исторические данные за 3500 календарных дней, на графике представлена информация чуть более чем за два года.

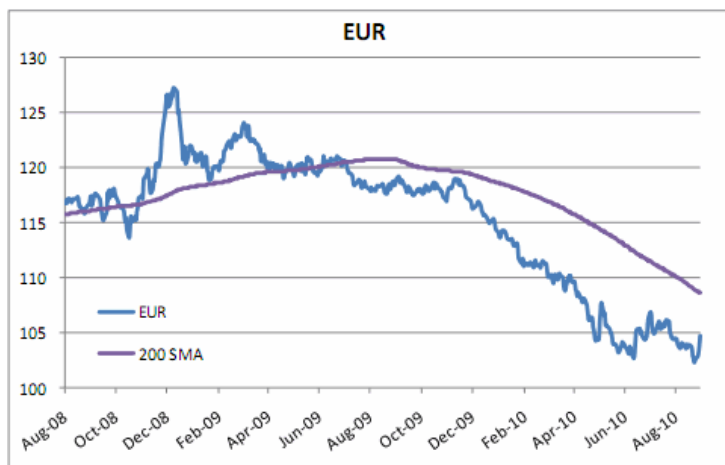


**График:** Австралийский доллар подошел вплотную к историческим максимумам. Ралли действительно производит впечатление, ведь курс валюты в среднем вырос на 8% против остальных валют «большой десятки» с момента образования двойного дна в течение этого лета на фоне двух периодов коррекции риска, волнений, связанных с Китаем, и нерешенного вопроса с налогом на добычу природных ресурсов. Австралийский доллар уже выглядит слишком дорогим, и для продолжения роста ему понадобятся идеальные условия.

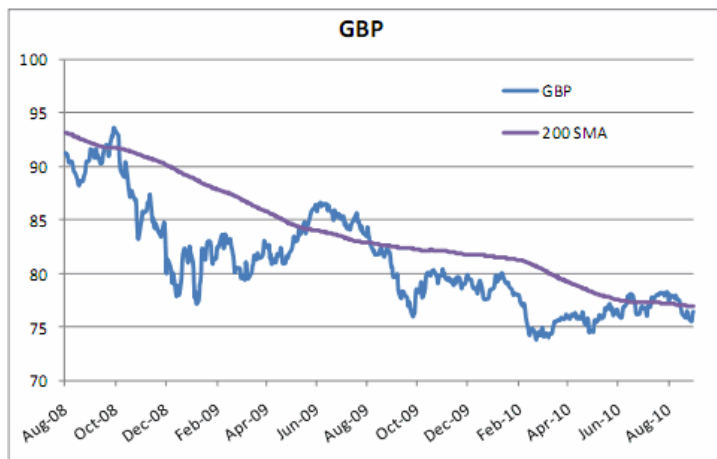


**График:** Курс доллара упал к новому минимуму против остальных валют «большой десятки» по сравнению с январем этого года. Дело в том, что рынок беспокоит перспектива возобновления мер по количественному смягчению денежно-кредитной политики со стороны ФРС. Кроме того, короткая позиция по доллару характерна для периода игры на риске. Обречен ли доллар, или же на рынке рискованных активов возобновится «медвежья» тенденция, которая вернет валюту к жизни?

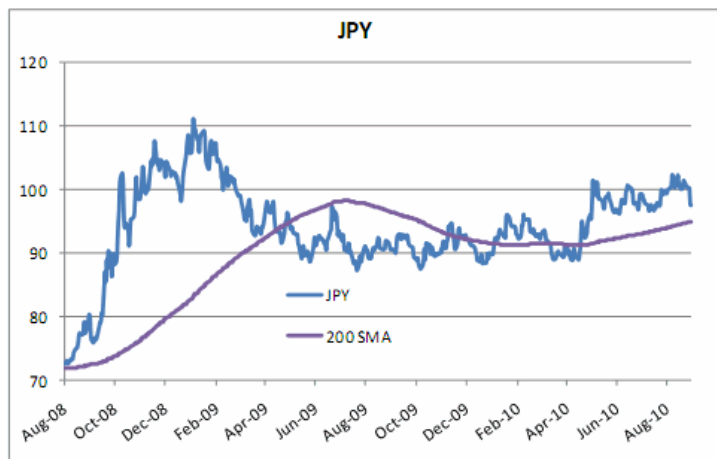




*Евро резко развернулся от минимума. Конец медвежьему рынку?*

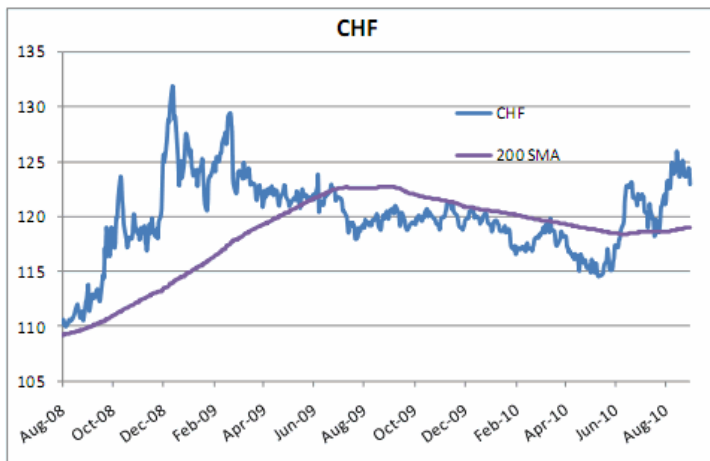


*Фунт приблизился к долгосрочным минимумам. Есть ли здесь ценность, или валюта торгуется как доллар, т.е. укрепляется только в период неприятия риска?*

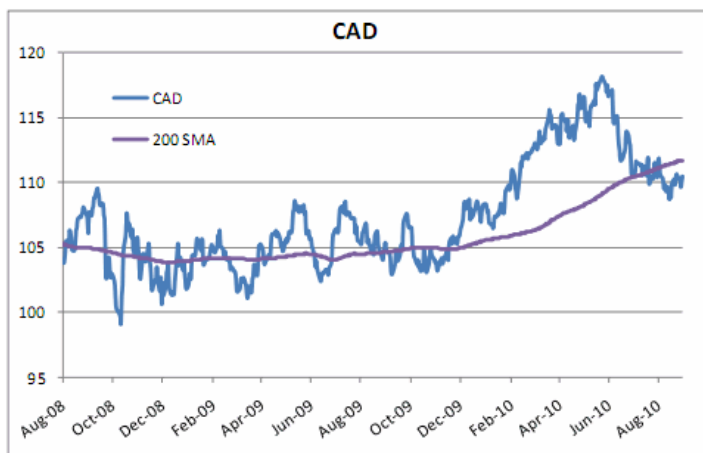


*Интервенция на рынке иены вызвала резкое падение курса в середине сентября.*

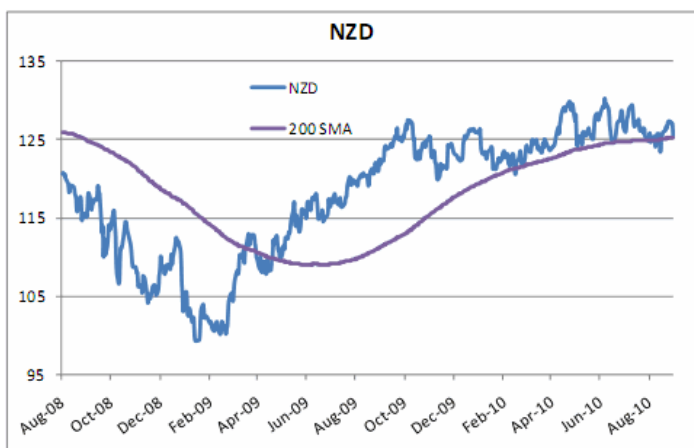




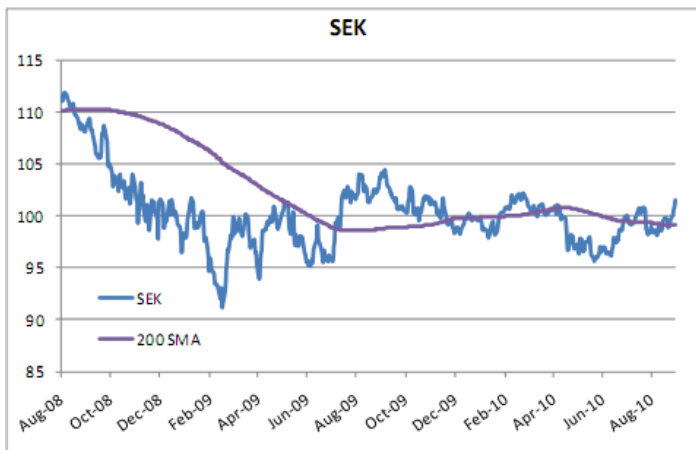
*Франк столкнулся с сопротивлением в области максимумов. Продолжится ли падение?*



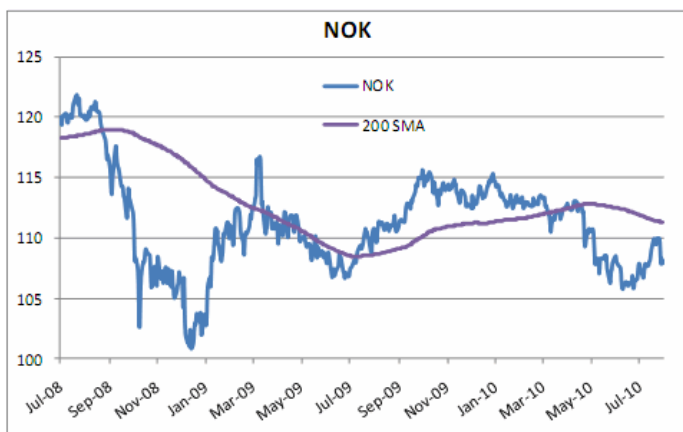
*В конечном итоге понизится, но сейчас цена более справедлива.*



*После недавнего ралли новозеландский доллар снова выглядит переоцененным.*



*Рост может замедлиться и прекратиться, если интерес к риску этой осенью или зимой ослабнет.*



*Ничего хорошего для норвежской кроны, разве что она несправедливо дешевая в некоторых парах, например с австралийским и канадским долларами.*

## **Дисклеймер**

Данные страницы содержат информация о продуктах и услугах Saxo Bank A/S (далее по тексту - Saxo Bank). Все материалы представлены исключительно в информационных целях, без учета инвестиционных целей, финансового положения или средств конкретных пользователей. Таким образом, содержащаяся здесь информация не должна рассматриваться как рекомендация, равно как и предложение купить или продать либо активный совет купить или продать какую-либо ценную бумагу, финансовый продукт или инструмент или использовать определенную торговую стратегию в какой бы то ни было юрисдикции, где подобное предложение, совет или торговая стратегия считались бы незаконными.

Saxo Bank не гарантирует точность или полноту предоставляемой информации или аналитических материалов. Saxo Bank не несет ответственности перед клиентом или третьими лицами за точность информации или рыночных котировок, предоставляемых клиенту в рамках данного документа, а также за какие бы то ни было задержки, неточности, ошибки, перебои или опущения, за прямой и косвенный ущерб, возникший в результате таких задержек, неточностей, ошибок, перебоев или опущений.

Saxo Bank не принимает никакой ответственности за содержание других документов, связанных или нет с настоящим документом, или за последствия ваших действий на основании содержания другого документа. Наличие данного документа не означает, что пользователь является клиентом Saxo Bank, и Saxo Bank не несет перед таким пользователем никакой ответственности и не имеет перед ним никаких обязательств.

## **Ограничение ответственности**

Saxo Bank A/S не несет ответственность за какие-либо убытки, возникшие в результате инвестиций, сделанных на основании идей, прогнозов и иной информации, содержащейся в данном документе. Содержание данной публикации не должно рассматриваться как явно выраженное или подразумеваемое обещание, гарантия или утверждение Saxo Bank, что придерживаясь изложенных здесь стратегий, клиент получит прибыль, или ограничит убытки. Торговля на основе предположений или анализа, в частности в отношении инвестиций, подразумевающих использование заемных средств, таких как инвестиции на валютном рынке и на рынке производных инструментов, носят спекулятивный характер и могут привести как к прибылям, так и к убыткам, в частности если условия, упомянутые в анализе, не будут реализованы.