

**ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ**

Лекция 13-1

1. Введение .....	2
2. Основы фундаментального анализа .....	3
3. Фундаментальные факторы.....	4
Платежный и торговый балансы (Balance of Payments, BP / Merchandise Trade Balance, TB) .	8
Инфляционные показатели.....	15
Показатели занятости.....	17
9. Влияние показателей индикаторов промышленного сектора на валютный рынок.....	21
9.1. Индекс промышленного производства (Industrial Production, IP).....	21
9.2. Использование производственных мощностей (Capacity Utilization, CAPU).....	21
9.3. Заказы на товары длительного пользования (Durable Goods Orders, DGO).....	21
9.4. Показатели объема запасов (Business Inventories and Sales).....	22
10. Влияние показателей строительства и потребительских расходов .....	22
11. Влияние показателей экономических индексов на валютный рынок.....	24
11.1. Индексы настроения потребителя.....	24
11.2. Индикаторы делового цикла.....	25
12. ДОПОЛНЕНИЕ.....	29
12.1. Время жизни реакции на публикацию фундаментальных факторов .....	29
12.2. Варианты классической реакции рынка на фундаментальное событие .....	29
12.3. Влияние фундаментальных факторов на изменение курса национальной валюты .....	29
13. ПРИЛОЖЕНИЕ .....	30
Иллюстрация подготовки к публикации фундаментальных индикаторов и последующая интерпретация их воздействия на валютном рынке.....	30

## 1. Введение

Самой важной и сложной составляющей финансового трейдинга является умение проводить анализ влияния макроэкономических тенденций на поведение рынка, и, соответственно, учитывать именно те факторы, которые в данный временной период имеют наиболее существенно воздействие на курсы валют. Правильное прогнозирование движений рынка, взвешенная оценка тех или иных событий, а также манипуляция слухами и ожиданиями - необходимая составная часть работы трейдера и залог его успешной деятельности. Существует огромное число факторов, воздействующих как на весь валютный рынок в целом, так и на отдельные валюты.

При прогнозировании любого финансового рынка используются:

1. **Фундаментальный анализ (ФА)** – анализ экономического состояния стран, эмитирующих основные валюты (США, Япония, Германия и Еврозона в целом, Великобритания и Швейцария), политических событий и слухов
2. **Технический анализ (ТА)** – анализ графиков, отражающих историю изменения цен (лекции №5, 6-1,2)
3. **Компьютерный анализ** (как элемент технического) - анализ вспомогательных графиков, представляющих собой математическую обработку изменений цены с целью повышения уровня сигнала по покупке или продажу (лекции № 8-1,2,3,4)
4. **Анализ психологии рынка** – анализ ожиданий и предпочтений участников рынка.

Существует антагонизм между фундаменталистами, которые утверждают, что только анализ экономической составляющей содержит в себе основную информацию о рынке и позволяет найти причину изменения цен, и технарями, которые считают, что в изменении цены уже заложены предпочтения участников рынка, поэтому достаточно анализировать графики и не обращать внимания на причины, вызывающие движения цены. Следует подчеркнуть, что при исследовании сложных явлений, в которых участвует активный субъект – человек, – не существует однозначных методов анализа, а, следовательно, нет и однозначных решений. Анализ рынка — это большая исследовательская работа по поиску своего, именно своего!, видения рынка, индивидуальных способов прогнозирования его поведения.

Существует также влияние теорий и методов исследования рынка на сам рынок. Речь идет о т.н. обратной связи. Как только большинство участников становятся приверженцами одной и той же теории, рынок начинает вести себя в соответствии с ней. Именно в такой момент справедливо утверждение о движении рынка, как о самореализующемся процессе.

Контур обратной положительной связи, в котором каждый сосредотачивает свое внимание на предположениях, что остальные собираются делать, лучше всего описан Кейнсом в его знаменитой "Метафоре конкурса красоты": – "Дело не в выборе тех, кто, по чьему-то определению, самые красивые, и не в выборе тех, кто, по среднестатистическому мнению, самые красивые. Мы достигли третьего уровня, на котором исследуем свою рассудительность, определяя, каким должно быть среднестатистическое мнение, основываясь на предположениях среднестатистического мнения об этом. И есть те, кто, как я думаю, практикуют и на четвертом, и на пятом, и на более высоких уровнях".

Нет никаких сомнений, что многие из сегодняшних самых спекулятивных рыночных моделей (фигур) могут быть объяснены тем фактом, что тысячи рыночных инвесторов заостряют свое внимание на одних и тех же линиях, рассматривая одни и те же графики, используя при этом одни и те же компьютерные программы. Некоторые из трейдеров анализируют модели (фигуры) для формулирования какой-либо гипотезы. Другие ничего не понимают, но все-таки их рассматривают. И даже, если модель совершенно случайная, она может начать генерировать действительные сигналы, если ее использует достаточное количество трейдеров (подробнее о психологии рынка в отдельной лекции №14).

И тем не менее, для максимальной прибыльности и стабильной работы на FOREX необходимо освоить все виды анализа. Во-первых, это весьма трудно, ибо придется обрабатывать очень большое количество разнородной информации; во-вторых, наиболее сложно скомбинировать все виды анализа вместе для того, чтобы получить верный прогноз, так как одновременно возникает очень много аргументов за и против входа/выхода из рынка. Оценить силу, значимость и точность каждого аргумента еще сложнее. Но без этого не будет и успеха. В конечном счете, у Вас должен сформироваться набор из 5-6 четких сигналов (как фундаментальных, так и технических) повторное возникновение комбинации которых будет приводить к статистической прибыли на рынке. Это и будет Ваша, именно Ваша!, торговая система.

## **2. Основы фундаментального анализа**

Для успешных операций на FOREX необходимы достаточные знания о состоянии и тенденциях развития мировой валютной системы, о природе макроэкономических показателей, влияющих на динамику валютных курсов. Соотношение валютных курсов, в конечном счете, определяется фундаментальными факторами - ключевыми статистическими показателями состояния национальных экономик. Современная экономическая теория формулирует набор таких факторов и предсказывает характер их влияния на валютные курсы в динамике экономических циклов, а информационные системы, предоставляющие информацию, в режиме реального времени, периодически публикуют подробные статистические отчеты по экономике всех стран-участниц международных рынков.

В рамках фундаментального анализа изучаются различные сообщения о валютно-финансовых событиях в мире, явления политической и экономической жизни, как отдельных стран, так и мирового сообщества в целом, которые могут оказать влияние на развитие валютного рынка, проводится анализ, к какому изменению в курсах валют они могут привести.

Здесь важным оказывается информация о работе бирж и крупных маркет-мейкеров, учетных ставок центральных банков, экономическом курсе правительства, возможных переменах в политической жизни страны, а также всевозможные слухи и ожидания.

Фундаментальный анализ - одна из самых сложных частей - и в то же время, одна из ключевых частей работы на валютном рынке. Проводить фундаментальный анализ гораздо сложнее, чем какой-либо иной, поскольку одни и те же факторы оказывают в различных условиях неодинаковое воздействие на рынок, или могут из решающих стать абсолютно незначимыми. Необходимо знать взаимосвязь и взаимное влияние различных валют, отражающие связи между различными государствами, историю раз-

вития валют, определять совокупный результат тех или иных экономических мер и устанавливать связь между абсолютно несвязанными на первый взгляд событиями. Кроме каких-то изначальных и наиболее формальных правил, здесь в наибольшей степени требуется реальный опыт работы на рынке.

### 3. Фундаментальные факторы

Занимаясь фундаментальным анализом, трейдер должен четко понимать, что, во-первых, этот анализ – комплексный. Наилучшего результата можно достигнуть тогда, когда Вы знаете все факторы, причинно-следственный характер связей между ними, и можете провести их сравнительную характеристику. Во-вторых, трейдер должен понимать, что факторы фундаментального анализа не влияют прямо на валютный курс. Курс валюты изменяется только под действием спроса и предложения со стороны участников рынка. А факторы влияют именно на их настроения и торговые действия, неоднозначность которых приводит к курсовым колебаниям. То есть, в принципе, нельзя говорить, что изменение какого-то фактора влечет за собой однозначное направление изменения валютного курса. Но мы будем пропускать этот момент и весь наш материал будет базироваться на положениях обыкновенной экономической теории, т.е. на том, что должно бы быть по теории с валютным курсом, если выходит тот или иной показатель. Очень часто именно так оно и происходит.

В целом фундаментальный анализ выделяет четыре группы факторов, непосредственно влияющих на рынок:

1. **экономические** (показатели экономического развития страны, описывающие текущее и будущее состояние экономики);
2. **политические** (внутренняя и внешняя политическая жизнь страны - партии, выборы, реформы, дебаты, скандалы, т.д. и т.п.)
3. **слухи и ожидания** (рыночные настроения, отношения к тем или иным событиям, интерпретация выступлений или заявлений видных официальных лиц, прогнозы ведущих экономистов, аналитиков и т.д.)
4. Обстоятельства непреодолимой силы, или **форс-мажорные обстоятельства** (терракты, природные катаклизмы, а также очень неожиданные любые важные новости политического, экономического и другого характера, в т.ч. интервенции на рынках).

С точки зрения оценки ожидаемости факторов, можно отметить:

- **случайные или неожиданные факторы** - обычно новости политического (терракты, войны, жертвы, взрывы) и природного происхождения (бури, ураганы, цунами, землетрясения, вулканы), реже экономического (слияния и поглощения, судебные разбирательства, банкротства, забастовки)
- **планируемые или ожидаемые факторы** - обычно новости экономического (публикуемые экономические новости), реже политического характера (выборы, дебаты, конференции).

Экономическая группа факторов и ее влияние на рынок валют базируется на аксиоме, что любая валюта является производной от экономического развития страны и ее стоимость может регулироваться при помощи определенных экономических мер.

**Экономическую группу факторов** можно разбить на следующие составляющие:

- макроэкономические показатели
- заседания Большой Семерки (G7), экономических или торговых союзов
- заседания центральных банков (ЦБ) и любые изменения денежно-кредитной политики
- выступления глав ЦБ, глав правительств, видных экономистов по поводу ситуации на рынке валют, изменения экономической политики, экономической ситуации в стране, или их прогнозы
- ситуация на сопредельных рынках
- интервенции ЦБ и спекулятивные действия крупных участников рынка.

Изучение характера и степени влияния макроэкономических показателей на динамику валютных курсов является одним из основных предметов фундаментального анализа. Он в первую очередь учитывает:

- Показатели экономического роста – валовой национальный продукт, объемы промышленного производства и др.
- Состояние торгового баланса, степень зависимости от внешних источников сырья
- Рост денежной массы на внутреннем рынке
- Уровень инфляции и инфляционные ожидания
- Уровень процентной ставки
- Платежеспособность страны и доверие к национальной валюте на мировом рынке
- Спекулятивные операции на валютном рынке
- Степень развития других секторов мирового финансового рынка, например рынка ценных бумаг, конкурирующего с валютным рынком.

Рассмотрим влияние основных макроэкономических показателей на курсовые колебания.

### **Валовой внутренний продукт, ВВП (Gross Domestic Product, GDP)**

ВВП - общий показатель суммы добавленных ценностей, созданных за определенный период всеми производителями, действующими на территории страны. ВВП является обобщающим индикатором силы экономики (слабости в периоды спадов и кризисов). Его связь с валютным курсом всегда очевидна и достаточно непосредственна - чем сильнее растет ВВП, тем крепче национальная валюта. Для валютных рынков это один из главных индикаторов. Реакция на публикацию не только показателей роста основных экономик, но и их пересмотренных (исправленных, уточненных) значений бывает весьма значительной.

Двойное (по компонентам потребления и дохода) определение ВВП, известное по учебникам макроэкономики:

$$GDP = C + I + G + NE = PI + PR, \text{ где}$$

C - потребление (consumption), I - инвестиции (investment), G - государственные расходы (government spending), NE - торговый баланс (NetExports = exports – import), PI - личные доходы (personal income), PR - доходы (profits) собственников.

ВВП считается как в номинальном виде (в текущих ценах), так и в ценах фиксированного периода (реальный ВВП, Real GDP). Отношение номинального ВВП к реальному есть дефлятор ВВП (Implicit Price Deflator), он также публикуется в качестве одного из показателей инфляции. Кроме ВВП, используется также близкий к нему по смыслу показатель валового национального продукта (Gross National Product, GNP), который учитывает суммарное производство товаров и услуг резидентами данной страны, независимо от того, где они находятся, в пределах национальных границ или за рубежом.

Данные по ВВП выпускаются ежеквартально; обычное время выхода для США – 30-е число месяца, следующего за окончанием квартала. В течение последующих 2-х месяцев публикуются уточненные (пересмотренные, revised) значения показателя. Данные, относящиеся к половине года, могут уточняться до 3-х лет спустя. При анализе динамики экономических циклов в терминах ВВП следует учитывать явления самых разных масштабов, от очень долгосрочных, как демографические факторы или мировые войны, до более краткосрочных причин, вызывающих дисбалансы в экономике.

Влияние данных по ВВП на валютный рынок всегда существенно. Иногда оно не выражено явно, если публикуемые цифры не были неожиданными и уже заранее учтены рынком. Порой оно может принять самую резкую форму, когда выходят данные, существенно отличающиеся от прогнозов и являющиеся для рынка своего рода шоком. Хороший иллюстративный пример такого рода – публикация неожиданно высоких значений по предварительному значению ВВП США за 3-ий кв. 2003г. Ожидали рост в 5,9% против роста за 2-ой кв. в 3,3%, а вышел – 7,2%. Это привело к приостановке падения курса доллара против, к примеру, франка и последующему росту с пробоем горизонтальной линии сопротивления.

Ниже на графике показаны колебания курса доллара по отношению к швейцарскому франку в тот день.



В конце мая 2004 г. ожидали вторую публикацию ВВП США за 1 кв. Предварительное значение было опубликовано в апреле – рост на 4.2%. Рынком ожидался пересмотр значения с увеличением роста до 4.5%. Публикуется показатель +4.4%, что меньше ожидания. Не смотря на позитивный пересмотр, доллар оказался под давлением – ожидания не оправдались. Аналогично отслеживают публикацию дефлятора ВВП, который в данном примере, оказался ниже прошлого предварительного значения, что в итоге снизило вероятность ожидания повышения % ставок вследствие слабых инфляционных настроений. Реакция рынка по паре EUR/USD в тот день приведена ниже. Красная точка - момент публикации показателя.



## **Платежный и торговый балансы (Balance of Payments, BP / Merchandise Trade Balance, TB)**

Функционирование валютного рынка и динамика курсов валют тесно связаны с международным сотрудничеством в области торговли, культурных обменов, межгосударственных взаимодействий, с международными инвестициями. В финансовом плане отражение того места, которое занимает данная страна в глобальной мировой структуре, выражается ее платежным балансом, представляющим собой итог международных финансовых транзакций резидентов этой страны. **Платежный баланс**, таким образом, фиксирует соотношение всех основных видов международных взаимодействий: международную торговлю, движение капиталов, международные услуги (туризм и др.), межгосударственные расчеты.

В долгосрочной перспективе конкурентоспособность страны определяется ее национальными ресурсами, индустриальной базой, профессиональной квалификацией рабочей силы, структурой цен. В конечном счете, неочевидный характер взаимосвязи этих факторов, еще более осложненный текущими политическими реалиями делает связь самого платежного баланса с динамикой краткосрочных валютных курсов не столь явной, чтобы его анализ давал трейдеру конкретные основания для принятия решений. Поэтому валютный рынок обычно концентрирует внимание на основной составной части платежного баланса - торговом балансе.

**Торговый баланс** есть разница между суммой **экспорта** и суммой **импорта** товаров данной страной. Торговый баланс отражает, прежде всего, конкурентоспособность товаров данной страны за рубежом. Он тесно связан с уровнем курса национальной валюты, поскольку большая положительная величина торгового баланса (положительное сальдо, преобладание экспорта над импортом) означает приток в страну иностранной валюты, что повышает курс национальной валюты. Отрицательная величина торгового баланса (дефицит торгового баланса, импорт преобладает над экспортом) означает низкую конкурентоспособность товаров данной страны на внешних рынках; это ведет к росту внешней задолженности и падению курса национальной валюты.

С другой стороны, сами по себе изменения курса национальной валюты влияют на результаты международной торговли, а, следовательно, и на торговый баланс. При низком курсе национальной валюты товары этой страны получают дополнительное преимущество перед конкурентами на внешних рынках, что ведет к росту экспорта. Наоборот, из-за роста курса национальной валюты цены национальных товаров на внешних рынках вырастут, что приведет к их вытеснению более дешевыми товарами других стран. Понятно поэтому, что многие действия ЦБ по снижению курсов национальных валют вызваны именно стремлением обеспечить конкурентные преимущества национальным экспортерам.

Данные по торговому балансу публикуются ежемесячно, обычно в 3-ю неделю месяца. Форма представления данных – с сезонной коррекцией, как в номинальных, так и в фиксированных ценах. Результаты торговли группируются по 6 основным категориям товаров (продукты питания, сырье и промышленные запасы, потребительские товары, автомобили, средства производства, другие товары) и по торговле с отдельными странами. Обычно валютный рынок смотрит на торговый баланс страны в целом, а не на отдельные двусторонние балансы торговли с различными странами.



Несмотря на очевидную важность торговых данных, их интерпретация с точки зрения валютных курсов не является простым делом. Объемы экспорта и импорта в отношении их экономического значения не рассматриваются равноправными. Экспорт имеет более непосредственное влияние на экономический рост страны, поэтому финансовые рынки придают данным по экспорту большее значение. С другой стороны, рост импорта может отражать сильный потребительский спрос внутри страны, а может иметь смысл, например увеличения объема запасов сырья, и в этих случаях экономические последствия будут разными.

Противоречивость реакций валютных рынков на торговые данные в первую очередь связана с представлением рынка о том, является ли сам по себе курс валюты предметом особого внимания руководителей денежной политики или нет. Если доллар находится в центре внимания финансовых властей, то при росте дефицита и падении экспорта рынки решают, что курс доллара должен упасть, чтобы облегчить проблемы экспортёров. Инфляционные последствия такого ожидаемого движения курса будут отрицательными для участников рынков ценных бумаг с фиксированным доходом (государственных облигаций). Если начнется перераспределение состава инвестиционных портфелей, то это затронет и обменный курс. Но если курс доллара и инфляция не являются первоочередной проблемой, то сам по себе факт, что экспорт упал, может толкнуть многие акции вниз (акции экспортных корпораций), а цены на облигации поднять. Т.о., одни и те же данные могут вызвать прямо противоположные последствия на валютном рынке.

В отличие от другой экономической статистики, данные по торговому балансу не имеют выраженной корреляции со стадиями делового цикла, поскольку на внутреннюю экономическую динамику страны налагаются экономические циклы других стран, которые имеют свои особенности по фазе и амплитуде изменений. При анализе торговых данных надо также учитывать явно выраженную их сезонную зависимость.

На графике ниже приведена реакция рынка на публикацию в январе 2004 г. торгового баланса США за декабрь. Ожидали дефицит в 42 млрд. долл. против 41.8 в ноябре, вышло сокращение дефицита до 38 млрд. долл., к тому же темпы роста экспорта были положительные на фоне отрицательных импорта. Это привело к резкому подорожанию доллара против евро, курс вскоре вернулся на прежнее место – все-таки дефицит есть дефицит, что плохо для национальной валюты.



Другой яркий пример – расширение дефицита торгового баланса США до нового очередного рекорда (отчет от июня 2004 г). Доллар тут же подешевел против основных валют более чем 100 пунктов. Ниже приведен график USD/CHF, красная точка – момент публикации.



### **Процентная, учетная, ставка (Interest Rate, r%)**

Ни один из фундаментальных индикаторов не имеет для отслеживания динамики валютных рынков такого значения, как процентные ставки. Процентный дифференциал, то есть разность процентных ставок, действующих по двум валютам – это главный фактор, непосредственно определяющий относительную привлекательность пары валют, а следовательно, и возможный спрос на каждую из них.

На денежном рынке каждой страны действует много видов процентных ставок: ставка, под которую коммерческие банки занимают деньги у центрального банка (официальная процентная ставка, Official Interest Rate); ставки, под которые банки занимают деньги друг у друга (ставки межбанковского заимствования, Interbank Offered Rate); процентные ставки, определяющие доходность государственных ценных бумаг (Government Bonds Yields); процентные ставки, под которые банки выдают кредиты своим клиентам (Lending Rates); процентные ставки, под которые коммерческие банки привлекают деньги в депозиты (Deposit Rates). Все эти ставки тесно связаны между собой и в итоге определяются той официальной процентной ставкой, которую устанавливает ЦБ.

Благодаря прозрачности границ для финансовых капиталов, инвестор может выбирать наиболее выгодный вариант вложения капитала. К примеру, японский инвестор (инвесткомпания, пенсионный фонд или страховая компания) имеет средства в триллионы йен и может получить доход по ним в виде процентов по депозиту в японском банке в размере 0,1% годовых. Конечно же, ему, среди прочих равных условий, предпочтительнее будет депозит австралийский под 3,5% или британский под 0,5% годовых, соответственно, в австралийском, британском банке. Либо же он купит государственные облигации, по которым получаемый доход может быть выше (причем гарантированно, что особенно важно для таких структур как пенсионные фонды).

Высокие процентные ставки делают данную валюту привлекательной в качестве инструмента инвестирования; а значит, спрос на нее на международном валютном рынке повышается и курс этой валюты растет.

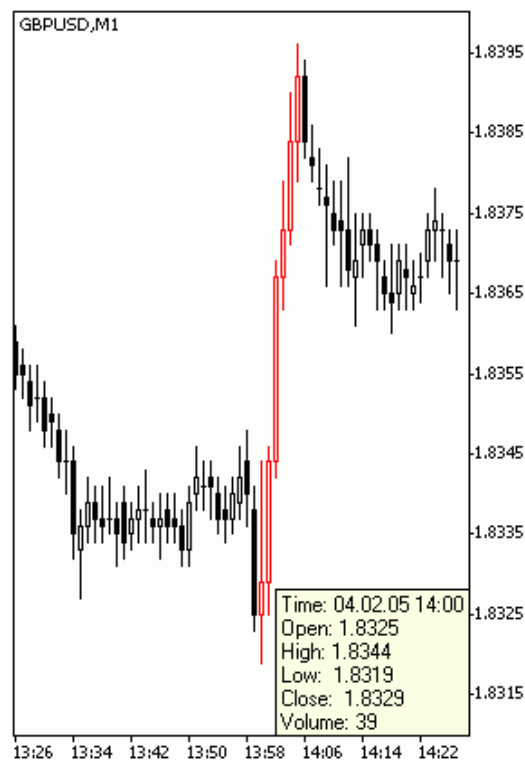
К примеру – ранее курс доллар/йена определялся большой разницей процентных ставок в Японии и США. Благодаря очень низким процентным ставкам в Японии, японские финансовые структуры имели возможность заимствовать большие объемы йены под очень малые проценты (ниже 0,5% годовых) и, конвертируя их в доллары, приобретать государственные ценные бумаги США, имеющие высокую доходность (более 5% годовых). Такие направленные на извлечение дохода операции привели к сильному снижению курса йены по отношению к доллару - к середине 1998 г. до 147 йен за доллар.

Особо надо обратить внимание на то, что рынок не только реагирует на уже свершившиеся факты, а живет ожиданиями важных событий и готовится к ним. Если складывается определенное мнение, что процентные ставки по данной валюте будут подняты, дилеры начнут поднимать ее курс в ожидании его будущего роста. Длительное время по данной валюте рынок может быть в оптимистическом настроении, благодаря чему успеет сформироваться ее восходящий тренд. Когда же, наконец, повышение ставок реально состоится, валюта окажется уже в перекупленном состоянии, а поскольку фактор выдавливания ее наверх уже исчез (после состоявшегося цикла повышения ставок), первой реакцией на очередное (последнее в цикле) их повышение может быть резкое падение курса, то есть прямо противоположная реакция.

Примерно так и развивались события по британскому фунту в июне 1999 г., с той лишь разницей, что речь шла о понижении ставок. К этому времени Банк Англии уже несколько раз понижал ставки и публично заявлял, что причиной снижения является слишком высокий курс фунта. Деловой цикл в Англии находился в стадии снижения, как предполагалось, вблизи глобального минимума, и по экономическим данным было видно, что слишком сильный фунт наносит ущерб британским экспортным отраслям.

Кроме того, с начала 1999 г. активно обсуждались перспективы вхождения Англии в Европейский экономический и финансовый Союз (Economic and Monetary Union, EMU); считалось, что оно должно состояться достаточно скоро, причем фунт должен войти в евро на уровне, существенно более низком, чем тот, где фунт торговался весной 1999 г. Давление на фунт книзу было сильным и длительным. Когда же БА 10 июня понизил свою ставку рефинансирования с 5,25% до 5,0%, то после короткого отката вниз в течение одного часа, фунт довольно энергично развернулся вверх. Разумеется, потом все встало на свои места, тем более что рынок тогда ожидал повышения процентных ставок по доллару (которое и состоялось 2 июля), так что процентный дифференциал должен был измениться не в пользу фунта. Но такого краткосрочного рывка вверх вполне было достаточно, чтобы присоединиться к понижающемуся тренду, открыв сделку на продажу фунта против доллара.

Ниже – пример первой реакции рынка на поднятие процентной ставки – минутный график GBPUSD, когда была поднята британская Repo Rate до 4,00% с 3,75%.



Рыночные процентные ставки по кредитам, по депозитам и т.д. не возникают стихийно сами собой. Условия кредитования и процентные ставки на денежном рынке регулируются ЦБ.

В таблице ниже приведены действующие значения основных официальных ставок по главным мировым валютам:

Страна	Ставка	Банк	Текущее значение
US	Federal Funds	FED (Federal Reserve)	0%–0.25%
US	Discount Rate	FED (Federal Reserve)	0.75%
EU	Refinancing tender	ECB (European Central Bank)	0.5%
EU	Deposit rate	ECB (European Central Bank)	0%
EU	Marginal lending rate	ECB (European Central Bank)	1.0%
GB	Repo rate	BOE (Bank of England)	0.5%
CH	3 month LIBOR range	SNB (Swiss National Bank)	0%–0.25%
CA	Overnight rate target	BOC (Bank of Canada)	1%
CA	Bank rate	BOC (Bank of Canada)	1.25%
AU	Cash rate	RBA (Reserve Bank of Australia)	2.75%
JP	Discount rate	BOJ (Bank of Japan)	0.1%
JP	Overnight call rate target	BOJ (Bank of Japan)	0%–0.1%
NZ	Official cash rate	RBNZ (Reserve Bank of New Zealand)	2.5%

Из таблицы видно, что центральные банки используют различные виды процентных ставок:

- Дисконтная ставка (discount rate) характеризует условия, на которых ЦБ предоставляет коммерческим банкам денежные средства.
- Процентная ставка (interest rate) межбанковского заимствования во многих странах являются основным инструментом политики ЦБ. Они носят разные названия, но общий смысл их заключается в том, что под такие процентные ставки коммерческие банки занимают друг у друга средства на короткое время для регулирования своих балансов. Отличие первой от второй заключается в способе начисления сумм.

Официально регулируемые ставки межбанковского заимствования являются определяющими для всех прочих ставок денежного рынка; от них зависят ставки по государственным долговым ценным бумагам, уровни доходности по всем прочим финансовым инструментам, проценты по кредитам клиентам банков. Не имея здесь возможности детально рассматривать структуру процентных ставок всех стран, приводим только список (рост сверху вниз) процентных ставок США:

Discount rate (Дисконтная ставка)

Federal funds rate (Ставка по федеральным фондам)

Treasury bill rates (Ставки по казначейским векселям)

Treasury notes rates (Ставки по казначейским обязательствам)

Treasury bond rates (Ставки по государственным облигациям США)

Дисконтная ставка - самый сильный инструмент и к ее изменению Федеральная резервная система (ФРС) прибегает редко. Более гибкий механизм управления осуществляется через ставку по федеральным фондам, по которой банки, члены ФРС, торгуют друг с другом краткосрочными кредитами федеральных фондов. Если дисконтная ставка устанавливается высшим руководящим органом - Советом управляющих ФРС, то ставка по федеральным фондам находится в компетенции Комитета по операциям на открытом рынке (Federal Open Market Committee, FOMC). В конечном счете, доходности финансовых инструментов определяются рынком, но процентные ставки ЦБ дают сильнейший ориентир для всех прочих ставок, что подтверждается наблюдаемой очень сильной корреляцией между Federal Funds Rate и доходностями государственных облигаций, в особенности - краткосрочных.

### **Ожидания изменений % ставок**

Яркий пример торговли на ожиданиях - 08.09.2004, когда основным событием дня стало выступление Алана Гринспена (в то время глава ФРС) в Бюджетном Комитете Конгресса. Перед выступлением на протяжении дневных торгов уровень доллара поддерживали ожидания оптимистических нот в словах главного банкира США, однако реакция рынка оказалась прямо противоположная ожиданиям. Доллар оказался под давлением сразу с первых минут выступления. За полчаса европейские валюты подорожали почти на 100 пунктов и продолжили рост дальше.

Участникам рынка не понравился тон и некоторые заявления Гринспена. "Инфляционные риски несколько снизились в последнее время", а "прогнозы по ценам на нефть пока остаются туманными". "Скачки цен на нефть определяют динамику инфляции". "Последние данные показывают, что расширение экономики начало приобретать тенденцию", но "высокие цены на нефть сдерживают активность потребителей". "Волнующими являются перспективы дефицита государственного бюджета", так как "дефицит госбюджета еще не сказался на рынке в целом". Также Гринспен отметил, что последние экономические данные засвидетельствовали увеличение потребительских расходов и объемов строительства в США, хотя розничные продажи все еще остались на низком уровне.

Гринспен фактически дал намек на то, что у ФРС нет причин ускорять процесс повышения ставки. Т.о., в преддверии сентябрьского заседания FOMC ФРС (21.09.2004) сомнения участников рынка в очередном повышении % ставок негативно сказалось на цене доллара против основных валют.

Ниже приведен график GBP/USD в тот день. Красная точка - момент начала выступления.



### Инфляционные показатели

Инфляция является важнейшим показателем развития экономических процессов, а для валютных рынков - одним из наиболее существенных ориентиров. За данными по инфляции валютные дилеры следят самым внимательным образом.

С точки зрения валютного рынка, влияние инфляции осуществляется через ее связь с процентными ставками. Рост инфляции уменьшает реальную процентную ставку, поскольку из получаемого дохода надо вычитать некоторую часть, которая просто пойдет на покрытие роста цен и не дает никакого реального увеличения получаемых благ (товаров или услуг).

Уровень инфляции – важнейший показатель «здоровья» экономики, он тщательно отслеживается ЦБ. Средством борьбы с инфляцией является повышение процентных ставок. Рост ставок отвлекает часть наличных средств из делового оборота, так как финансовые активы становятся более привлекательными (их доходность растет вместе с процентными ставками), более дорогими становятся кредиты; в итоге количество денег, которые могут быть уплачены за выпускаемые товары и услуги, падает, а, следовательно, снижаются и темпы роста цен. Из-за наличия этой тесной связи с решениями центральных банков по ставкам валютные рынки пристально следят за индикаторами инфляции.

Отдельные отклонения в уровнях инфляции (за месяц, квартал) не вызывают реакции ЦБ в виде изменений ставок; ЦБ следят за тенденциями, а не отдельными значениями.

Основными публикуемыми показателями инфляции являются:

- индекс потребительских цен
- индекс цен производителей
- дефлятор ВВП

### Индекс потребительских цен (Consumer Price Index, CPI)

CPI – основной показатель инфляции. Он отражает изменение цен товаров и услуг, входящих в фиксированную потребительскую корзину, охватывающую товары и услуги постоянного спроса (продукты питания, одежда, топливо, транспорт, медицинское обслуживание и т.д.).

Индекс строится обычно на основе выбранной корзины товаров и услуг. Выбор состава потребительской корзины является непростой задачей, и основывается на специальных статистических исследованиях, поскольку он должен отражать типичный для данной страны состав потребляемых благ, изменение цен на которые действительно объективно показывало бы направление происходящих экономических процессов.

В США, например, статистика охватывает 19000 розничных торговых фирм и 57000 домашних хозяйств в качестве представительной выборки из примерно 80% населения страны. В составе потребительской корзины 44,1% - товары, а 55,9% - услуги. Ввиду того, что цены на продукты питания и энергоносители подвержены наибольшему изменению (как циклическим, так и по причине различных экономических шоков), отдельно также поставляется индикатор CoreCPI, в котором из состава корзины исключены продукты питания и источники энергии (CPI ex Food&Energy).

CPI публикуется ежемесячно, обычно в 10-ый рабочий день месяца. Основная форма выпуска - величина изменений по отношению к предыдущему месяцу, как для CPI, так и для CoreCPI. Как правило, отклонения на 0,2 от ожидавшегося значения бывает достаточно, чтобы вызвать заметную реакцию валютного рынка.

Основные особенности поведения CPI в бизнес-цикле:

- наибольшая волатильность (изменчивость) имеет место для цен на продукты питания и источники энергии, волатильность цен больше для товаров (где вклад food&energy составляет до 50%), чем для услуг (где вклад food&energy не превосходит 6%);
- инфляция в сфере услуг запаздывает от инфляции на товарном рынке примерно на 6 - 9 месяцев;
- инфляция имеет свой собственный цикл, запаздывающий по отношению к общему циклу роста экономики.

### **Индекс цен производителей (Producer Price Index, PPI)**

PPI - индекс с фиксированным набором весов, отслеживающий изменения в ценах, по которым продают свои товары национальные производители на оптовом уровне реализации. PPI охватывает все стадии производства: сырье, промежуточные стадии, готовую продукцию, а также все сектора: промышленность, добычу, с/х. Цены импортных товаров в него не входят, но оказывают влияние на него через цены импортируемых сырья и комплектующих. Таким образом, главное отличие его от индекса потребительских цен в том, что он охватывает только товары, но не услуги, и на оптовом уровне их реализации.

PPI в США основан на выборке из 3400 товаров по 40000 участников; в составе индекса 24% - продукты питания, 10% - топливо, 7% - автомобили, 6% - одежда. Аналогично, CorePPI = (PPI ex Food&Energy). Если потребительские цены имеют свойство практически всегда расти, то цены производителей могут иметь и периоды вполне заметного падения.

Показатель PPI публикуется ежемесячно в 10-ый рабочий день месяца. Основные особенности поведения PPI в экономическом цикле:

- более волатилен, чем CPI (food&energy составляют в нем около 36%, а в CPI примерно 23%)
- имеет собственный цикл, запаздывающий относительно общего экономического цикла, аналогичный циклу CPI



- пиковые значения PPI (выраженного в процентах годовых) обычно запаздывают на 3 - 6 месяцев от общих пиков экономической активности, а минимумы его запаздывают от минимумов экономической активности на 9 месяцев
- чаще всего, экстремумы PPI и CPI достигаются в одном квартале, а если и удалены друг от друга, то не более чем на квартал.

Еще одним показателем инфляции является дефлятор ВВП. Поскольку он публикуется на ежеквартальной основе, CPI и PPI дают более ранние оценки изменения цен.

### Показатели занятости

Состояние рынка труда – основной фактор экономического развития, а показатели занятости – важнейшие индикаторы динамики этого развития. Особую значимость для поведения финансовых рынков приобретают данные по занятости в переходных стадиях экономики: от рецессии к восстановлению и, наоборот, при замедлении экономического роста.

Анализ рынка труда в экономически развитых странах – основная цель социально-экономической статистики; в США она как нигде, имеет детально проработанную структуру показателей, а государство расходует немалые средства на ее сбор и анализ. Для определения уровня занятости в статистике США измеряются две независимых характеристики:

- показатель организованной занятости (establishment employment), основанный на данных платежных ведомостей о зарплате в несельскохозяйственном секторе (Non-farm Payrolls);
- показатель самостоятельной занятости (household employment), по результатам персонального опроса (выборка в 60000 человек) среди гражданского населения, включая с/х рабочих и частных предпринимателей; занятым считается тот, кто:
  - а) получал зарплату в течение отчетной недели или был занят в собственном бизнесе (self-employed)
  - б) не работал по уважительной причине (болезни, отпуск, трудовой конфликт), но сохранил рабочее место/бизнес
  - в) безработным считается тот, кто предпринимал попытки найти работу в течение предыдущих 4-х недель

Если показатель payrolls измеряет число рабочих мест, то показатель household - число занятых людей. Их долгосрочная динамика совпадает, но в краткосрочном плане они могут идти даже в противоположных направлениях.

Показатель Non-farm Payrolls оказывает значительное влияние на рынок. Прирост этого показателя четко характеризует увеличение занятости и приводит к росту курса доллара. Его называют "индикатором, который двигает рынки". Существует эмпирическое правило, что увеличение его значения на 200 000 в месяц приравнивается к увеличению ВВП на 3.0%.

В качестве примера можно привести падение курса доллара против основных валют 06.02.2004, когда ожидали рост этого индикатора на 150 тысяч в январе, против +1 тысячи в декабре, а вышло немногим менее, чем ожидалось (+112 тысяч):



Итак, вот индикаторы рынка труда, которые особенно внимательно отслеживают трейдеры:

- уровень безработицы
- занятость в производственном секторе
- средний уровень заработка
- длительность рабочей недели и др.

### Уровень безработицы (Unemployment Rate, UNR)

Показатель рассчитывается в виде отношения

$$UNR = (LF - EF) / LF, \text{ где } LF - \text{рабочая сила (Labor Force),} \\ EF - \text{численность занятых (Employed Force)}$$

При анализе занятости используются различные методы в том числе, анкетирование. Предусмотрена, например такая категория, как Discouraged Workers (потерявшие надежду, обескураженные работники), это есть % среди безработных тех, которые отвечают на вопросы «хотите ли иметь работу» - да, «ищите ли работу» - нет, «считаете ли, что нет доступной для Вас работы» - да; Discouraged Workers не учитываются как часть рабочей силы (не включаются в LF).

Unemployment Rate публикуется в первую пятницу каждого месяца. Основное свойство динамики в бизнес-цикле: UNR является опережающим индикатором на пиках экономического цикла и запаздывающим – на минимумах. UNR растет после начала восстановления (Recovery), так как Discouraged Workers активизируются и увеличивают численность LF, опережая рост числа занятых. Статистика также показывает, что household employment растет быстрее в стадии Recovery, чем в период роста (Expansion). Также в начале восстановления household employment растет быстрее, чем Payrolls, так как занятость в собственном бизнесе при этом поднимается быстрее, чем увеличивается найм на работу фирмами.

Показатель Payrolls охватывает около 500 отраслей (вне с/х) выборкой в 340000 фирм, данными по оплате, численности и рабочим часам.

Payrolls является запаздывающим индикатором, он растет в Expansion быстрее, чем в Recovery. Разброс Payrolls по месяцам (мера волатильности) в Recovery больше, чем в рецессии и на стадии роста.

В статистике США считается также **диффузионный индекс занятости** (Employment Diffusion Index, EDI):

$$EDI = (\% \text{ отраслей, в которых занятость за период выросла}) - (\% \text{ отраслей, в которых занятость за период не изменилась})/2$$

По смыслу индикатора, значение  $EDI < 50$  означает признак рецессии.

Из множества показателей рынка труда, отметим еще **продолжительность рабочей недели** (Average Work Week) и **среднечасовую оплату труда** (Average Hourly Earnings). Продолжительность рабочей недели может служить одним из индикаторов бизнес-цикла, поскольку в начальный период спада экономической активности она имеет свойство уменьшаться: фирмы предпочитают сокращать рабочий день, но сохранять кадры.

Среднечасовая оплата труда среди главных ориентиров ФРС при отслеживании всех возможных признаков начинающейся инфляции. Рост оплаты труда, опережающий производительность, сигнализирует об опасности роста цен, что для рынка служит подтверждением готовности ФРС поднять ставки по федеральным фондам.

**ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ**Лекция 13-2

1. Введение .....	2
2. Основы фундаментального анализа .....	3
3. Фундаментальные факторы.....	4
Платежный и торговый балансы (Balance of Payments, BP / Merchandise Trade Balance, TB) .	8
Инфляционные показатели.....	15
Показатели занятости.....	17
9. Влияние показателей индикаторов промышленного сектора на валютный рынок.....	21
9.1. Индекс промышленного производства (Industrial Production, IP).....	21
9.2. Использование производственных мощностей (Capacity Utilization, CAPU).....	21
9.3. Заказы на товары длительного пользования (Durable Goods Orders, DGO).....	21
9.4. Показатели объема запасов (Business Inventories and Sales).....	22
10. Влияние показателей строительства и потребительских расходов .....	22
11. Влияние показателей экономических индексов на валютный рынок.....	24
11.1. Индексы настроения потребителя.....	24
11.2. Индикаторы делового цикла.....	25
12. ДОПОЛНЕНИЕ.....	29
12.1. Время жизни реакции на публикацию фундаментальных факторов .....	29
12.2. Варианты классической реакции рынка на фундаментальное событие .....	29
12.3. Влияние фундаментальных факторов на изменение курса национальной валюты .....	29
13. ПРИЛОЖЕНИЕ .....	30
Иллюстрация подготовки к публикации фундаментальных индикаторов и последующая интерпретация их воздействия на валютном рынке.....	30

## **9. Влияние показателей индикаторов промышленного сектора на валютный рынок**

### **9.1. Индекс промышленного производства (Industrial Production, IP)**

Показатель объема промышленного производства отражает динамику выпуска производственных предприятий промышленности, добывающих отраслей и энергоснабжения. Важен для валютного рынка, т.к. имеет прямое влияние на все показатели роста экономики, а, следовательно, тесно связан с монетарной политикой. Рост IP означает укрепление экономики в целом, в т.ч. усиление позиций страны в мировой экономике, что должно повлечь за собой усиление конкурентоспособности товаров страны на мировых рынках, а значит, рост ее торгового баланса и курса национальной валюты.

В статистике США учет производства ведется по предприятиям, сгруппированным по 255 отраслям. ФРС рассчитывает также свой показатель – диффузионный индекс производства (production diffusion index), который равен % отраслей (из списка 255), где за прошедший месяц производство возросло. Индекс IP публикуется в конце 2-ой недели ежемесячно.

IP является понятным и надежным ориентиром для отслеживания делового цикла. По статистике США с 1948 г., промышленное производство в стадии рецессии падало в среднем темпе 0,8% в месяц, а подъем в recovery составлял 0,9% в месяц и на стадии роста (expansion) около 0,4%.

### **9.2. Использование производственных мощностей (Capacity Utilization, CAPU)**

CAPU представляет собой отношение общего промышленного выпуска к величине суммарной производительности (потенциального объема выпуска) отраслей. Важное значение для валютного рынка этот индикатор имеет вследствие его тесной связи с динамикой делового цикла, благодаря которой, он в сложные моменты ожидания изменений в монетарной политике становится для рынка дополнительным ориентиром, подсказывающим возможные решения ЦБ.

Оптимальный режим функционирования экономики соответствует уровню CAPU около 81,5%; значительные отклонения от этого уровня означают нарушение сбалансированности, и по ним можно идентифицировать приближающиеся периоды спада или восстановления. Высокое значение CAPU > 85% может означать перегрев экономики, после чего неизбежно наступит рост инфляции; поэтому такие значения CAPU могут предсказывать заранее изменения в денежной политике центрального банка (повышение процентных ставок).

Показатель публикуется ежемесячно одновременно с данными по промышленному производству. Как правило, он принимает большие значения в recession (в среднем 80,3%), чем в recovery (в среднем 78,8%), т.к. ранним стадиям восстановления присуща низкая загруженность производственных мощностей. На стадии expansion в среднем CAPU = 84% и достигает максимума в 85,4% (максимально пик зарегистрирован на уровне 89,2%).

### **9.3. Заказы на товары длительного пользования (Durable Goods Orders, DGO)**

DGO охватывает статистику производственных заказов на товары длительного пользования сроком жизни более 3 лет (автомобили, мебель, холодильники, ювелирные изделия и т.д.). Заказы по отраслям делятся на 4 основных категории: металлообработка (primary metals), машиностроение, электрическое оборудование и транспорт. Для ис-

ключения влияния на статистику больших по объему военных заказов статистика ведется отдельно defense/nondefense.

Индикатор важен для валютного рынка, поскольку является показателем уверенности потребителя. Большой объем заказов на дорогостоящие предметы показывает готовность потребителя тратить деньги, что стимулирует производство, а, следовательно, и другие показатели экономики. Высокие данные по товарам длительного пользования являются фактором, укрепляющим валютный курс.

Данные публикуются ежемесячно. Показатель демонстрирует явно выраженное циклическое поведение с максимумом в стадии recovery. В среднем он растет на 1,5% в месяц в recovery и наполовину меньшим темпом в expansion.

#### 9.4. Показатели объема запасов (Business Inventories and Sales)

Показатели, характеризующие динамику запасов и их соотношение с объемами продаж, также являются полезными ориентирами, благодаря их явно выраженной циклической динамике. Источниками данных по ним являются производители товаров, оптовые и розничные торговцы. Публикуются в виде трех показателей: запасы, продажи и отношение запасов к реализации (Inventories to Shipments Ratio, INSR) ежемесячно, через 6 рабочих дней после выхода данных по товарам длительного пользования. Inventories и INSR являются запаздывающими индикаторами делового цикла. Запасы растут быстрее в стадии спада, чем в восстановлении.

### 10. Влияние показателей строительства и потребительских расходов

Индикаторы жилищного строительства и рынка жилья в качестве компонентов потребительского спроса могут приобретать для валютного рынка большое значение в переходные периоды экономических циклов, в среднем же их волатильность и зависимость от многих случайных факторов, вплоть до погоды, делают интерпретацию достаточно сложной. Американские руководства по экономической статистике подчеркивают, что именно жилищное строительство было той движущей силой, которая поднимала экономику США из всех рецессии после Второй Мировой войны.

Статистика жилищного строительства и рынка отслеживается на всех его этапах:

- полученные разрешения на жилищное строительство (**Building Permits**)
- начатые строительства (**Housing Starts**)
- завершенные строительства (**Housing Completions**)
- продажи новых и существующих односемейных домов (**New & Existing Home Sales**)
- строительные расходы (**Construction Expenditures**).

Кроме общих показателей, выпускаются также данные, сгруппированные по 4-м основным регионам: северо-восток, запад, средний запад и юг. Время публикации - конец 2-ой недели ежемесячно.

Индикаторы жилищного строительства имеют явно выраженное циклическое поведение и, кроме того, сильно зависят от уровня процентных ставок (а значит, и от уровня процентов по жилищным кредитам). Самых по себе низких процентных ставок может быть недостаточно для стимулирования высокого спроса на жилье, как это было, например, в начале 1990-х, когда, несмотря на самые низкие проценты по кредитам под недвижимость, жилищный рынок вырос только незначительно из-за отсутствия гарантий занятости в тогдашней слабой экономике. Впрочем, как и в текущий момент времени.

Данные по началу строительства домов в пределах 1,5 - 2 млн в год отражают сильную экономику, а уровень около 1 млн означает период экономической рецессии (по статистике 80-х г.г.).

### **Объемы розничной торговли (Retail Sales, RS)**

RS – один из показателей потребительских расходов. В качестве индикатора потребительского спроса и уверенности потребителя, он может служить ориентиром для валютного рынка в поворотных точках экономического цикла. Особенно большое значение такие индикаторы имеют для отслеживания экономики США, так как потребительский спрос является ее главной движущей силой. Если потребитель имеет большой доход, то больше товаров будут производиться, а также импортироваться.

В динамике бизнес-цикла розничная торговля является совпадающим индикатором. Волатильность в бизнес-цикле невелика, но сильно выражена сезонная зависимость. Так, особыми месяцами в каждом году являются декабрь и сентябрь. Годовые данные по розничной торговле всегда в среднем растут, месяц к месяцу могут быть и подъемы, и падения в течение одного бизнес-цикла. Полезной также бывает информация по отдельным компонентам розничных продаж, например по торговле автомобилями.

Вследствие возросшей интернационализации отрасли, а также из-за влияния разнообразных переменных факторов, прямая интерпретация этого сектора с точки зрения валютных рынков не всегда проста, но как циклический индикатор данные по продажам автомобилей (New Cars Sales, NCAR), а также в отдельности – по продажам грузовых и легковых автомобилей (Car and Truck Sales, C&TS) могут быть полезным ориентиром для валютного трейдера.

Показатели продаж новых автомобилей, а также по отдельности грузовых и легковых автомобилей, обычно выглядят как опережающие индикаторы, но в последние годы в США ведут себя как coincident индексы; имеют явно выраженную сезонную цикличность. Средний темп роста продаж пассажирских автомобилей в стадии восстановления составляет около 1,5% в месяц, в expansion около 0,2%, грузовиков - в recovery 0,9%, в expansion 0,3%. В рецессию продажи грузовиков могут даже расти и всегда становятся больше, чем продажи легковых авто.

Следующий график показывает пример падения курса доллара после выхода значений розничных продаж (сентябрь 2003 г.). Ожидался рост показателя на 1,6% за предыдущий месяц против роста 1,4% в июле. Но вышел рост на 0,6%, что меньше предыдущего, и, что самое негативное – ниже прогнозов. По факту пришлось продавать, хотя на «слухах» (ожиданиях) наблюдался некий предварительный рост доллара, в данном случае, против швейцарского франка



## 11. Влияние показателей экономических индексов на валютный рынок

### 11.1. Индексы настроения потребителя

В США три поставщика статистических данных предлагают свои показатели, измеряющие готовность и уверенность населения тратить деньги на приобретение различных благ в ближайшем будущем:

- Мичиганский университет - индекс настроений потребителей (University of Michigan's Consumer Sentiment Index)
- Conference Board - индекс уверенности потребителей (Consumer Confidence Index)
- Журнал ABC News and Money - опрос мнений потребителей

Показатели строятся на основе различных опросов мнений населения по поводу условий сегодняшнего дня и ближайшего будущего (от 6 до 12 месяцев) - насколько они благоприятны для решения финансовых проблем, приобретения предметов длительного пользования, трудоустройства и т.д. Из полученных ответов типа «лучше/хуже» строятся показатели в виде:

- 1) 100 + % лучше - % хуже
- 2) лучше / (лучше + хуже)
- 3) лучше - хуже (4-недельное среднее)

Охватываемый индексами период и, соответственно, периодичность публикации – от недели до месяца.

Индексы настроений потребителей являются **опережающими индикаторами**; минимальные значения они принимают в рецессии, несколько (в среднем) большие значения – в recovery и максимумы – в expansion. Они испытывают влияние очень многих факторов, причем характер самого этого влияния меняется: иногда потребители больше озабочены инфляцией, чем безработицей, затем это соотношение меняется и т.д. Как ориентиры для валютных рынков эти индикаторы приобретают наибольшее значение в периоды кризисов (нефтяные кризисы, крах фондового рынка в 1987 г.,



война в Персидском заливе в 1991 г., глобальный мировой кризис, начавшийся в июле 2008 г., президентские выборы и т.д.).

### **11.2. Индикаторы делового цикла**

Первый совет по фундаментальному анализу, который дают начинающему валютному трейдеру: «Следи за процентными ставками». Сказать это легче, чем сделать, так как ЦБ отнюдь не спешат раскрыть свои намерения, да и вообще стремятся, как можно реже менять основные ставки. Влияние изменения ставок на валютные курсы может быть очень длительным, так как экономическая система обладает большой инерционностью, и для получения полного эффекта от изменения ставок должно пройти достаточное время, в течение которого ЦБ оценивает реакцию экономики на новые условия.

Но рынок не только реагирует на происшедшие изменения; трейдеры стараются предугадать действия ЦБ, чтобы заранее начать покупать или продавать валюту, пока это еще можно сделать по самому выгодному курсу. В результате на рынке может сформироваться преобладающее мнение, и тогда, в ожидании изменения процентных ставок, рынок будет упорно двигать валюту в определенном направлении. Вся жизнь трейдера как бы подчинена ритму движений процентных ставок. И правильный способ не следовать в хвосте рыночной толпы, а предугадывать волны, состоит в отслеживании экономических циклов, поскольку именно они определяют политику ведущих ЦБ.

Все рассмотренные экономические индикаторы, так или иначе, демонстрируют циклическое поведение, следовательно, каждый может быть применен (и применяется) для анализа циклов, но существуют индикаторы, спроектированные с единственной целью – наиболее явно показывать циклическую динамику экономических процессов и надежно предсказывать поворотные точки.

Естественной выглядит попытка сконструировать из нескольких индикаторов один, который, благодаря обобщению (усреднению) будет лучше предсказывать циклы, чем каждый в отдельности.

### **Составной опережающий индикатор (Leading Economic Indicator, LEI)**

LEI объединяет для этой цели 11 индикаторов:

- 1) Средняя длительность рабочей недели в производственном секторе
- 2) Среднее недельное количество заявлений на выплату гос. страхования по безработице
- 3) Новые производственные заказы на потребительские товары и материалы, в ценах 1982 г.
- 4) Эффективность поставок (доля фирм, сроки выполнения поставок)
- 5) Контракты и заказы на средства производства и оборудование, в ценах 1982 г.
- 6) Полученные разрешения на жилищное строительство.
- 7) Невыполненные производственные заказы по товарам длительного пользования (изменение за месяц, в ценах 1982 г.
- 8) Изменение цен на сырье и материалы
- 9) Фондовый индекс S&P500 (среднемесячное значение)
- 10) Денежный агрегат M2, в долларах 1982 г.
- 11) Индекс потребительских ожиданий (University of Michigan's Consumer Expectations Index).

Само значение индекса LEI строится из этих компонент в виде взвешенного среднего. Веса составного индекса пробовали выбирать разными способами, но в последнее время статистики пришли к выводу, что в простейшем случае, при одинаковых весах, индикатор работает не хуже, чем в более сложных вариантах.

Индекс этот основан на идее, что главной мотивирующей силой в экономике является ожидание будущих прибылей. В ожидании роста прибылей компании расширяют производство товаров и услуг, инвестиции в новые заводы и оборудование; соответственно, эта активность снижается, когда предвидится спад доходов. Поэтому индекс спроектирован так, что он охватывает все основные сферы и показатели деловой активности: занятость, производство и доходы, потребление, торговлю, инвестиции, запасы, цены, деньги и кредит. Американский индекс LEI публикуется в конце каждого месяца.

LEI имеет тенденцию расти в темпе около 0,2% в период expansion, а в recovery – в среднем 0,1%; в рецессии он падает со средним темпом 0,3%. Следует иметь в виду довольно большую волатильность LEI: в стадии роста среднее отклонение от среднего значения составляет около 0,8%, а в рецессии до 1,2%. Основная роль индикатора – предсказание разворотных точек циклов.

### **Диффузионные индексы (diffusion index)**

Индексы, по своей природе являющиеся показателями делового оптимизма участников бизнеса, регулярно публикуются (**под названиями PMI**) в США, Англии и Германии, где они создаются соответствующими ассоциациями бизнесменов. Применяются они, как для оценивания направленности общественного мнения, так и для измерения динамики объективных показателей. ЦБ Японии разработал аналогичный индекс – TANKAN – как инструмент анализа динамики экономического развития для принятия решений в области монетарной политики.

Диффузионные индексы, в отличие от многих других индикаторов макроэкономической статистики, являются чисто субъективными показателями. Они не измеряют объем выпуска, количество заказов, доходы и т.д., но являются лишь отражением того, как участники экономических процессов воспринимают происходящие изменения – к лучшему или худшему. Несмотря на такую субъективность, а точнее, именно благодаря ей, эти индексы обладают чрезвычайно сильными предсказывающими свойствами и хорошо коррелируют с параметрами экономических циклов.

Диффузионный индекс строится по результатам опроса большого числа участников, каждый из которых отвечает на вопрос типа: – "Улучшились ли условия Вашего бизнеса в плане: новых заказов, цен, рынка труда, сроков выполнения заказов, новых экспортных заказов и т.д.?"; при этом он выбирает один из трех вариантов ответа: – "да", "нет", "без изменения". Диффузионные индексы для каждого вопроса затем усредняют, получая составные средние индексы типа PMI или TANKAN.

Начало падения индекса после периода роста предсказывает переход бизнес-цикла из стадии expansion в фазу recession, а разворот кверху после падения предсказывает начало фазы recovery. Тесная корреляция диффузионных индексов с экономической динамикой, оцененная по многолетним статистическим данным, позволяет использовать индексы даже для прогнозирования будущих значений ВВП (по крайней мере, на квартал вперед).

Такие индексы публикуют сегодня почти все страны Большой Семерки, например, в Англии они строятся с 1991 г. PMI в Германии начал выходить с 1998 г. Он включает обзор 350 компаний по следующим 5-и вопросам: выпуск продукции (output), новые

заказы (new orders), занятость (employment), время поставки заказов (supplier's delivery times), закупки товарных запасов (stocks of goods purchases). С 1999 г. выходит и объединенный PMI по еврозоне (EU PMI).

Наиболее мощный охват статистики бизнеса (по 34 000 участникам) осуществляется американским индексом PMI национальной ассоциации NAPM (National Association of Purchasing Managers), который ведется с 1931 г.; только штат сотрудников, обеспечивающих статистику, составлял до 300 человек. Обзор NAPM включает вопросы, на которые участнику анкетирования предлагается ответить - изменились ли условия его бизнеса за прошедший месяц к лучшему (higher), к худшему (lower), или остались без изменения (unchanged) в отношении следующих факторов:

- занятость (employment)
- цены на товары (commodity prices)
- время доставки (vendor deliveries)
- производство (production)
- запасы (inventories)
- новые заказы клиентов (new orders from customers)
- новые экспортные и импортные заказы (new export and import orders)
- накопившиеся неисполненные заказы (order backlogs), пункт введен в 1993 г. по предложению бывшего главы ФРС А. Гринспена)

По каждому пункту анкеты определяется диффузионный индекс:

%, ответивших higher, + 0,5%, ответивших unchanged

Затем из них строится взвешенная сумма, и представляющая собой усредненный индекс PMI.

Для интерпретации индекса выделяют ряд основных уровней:

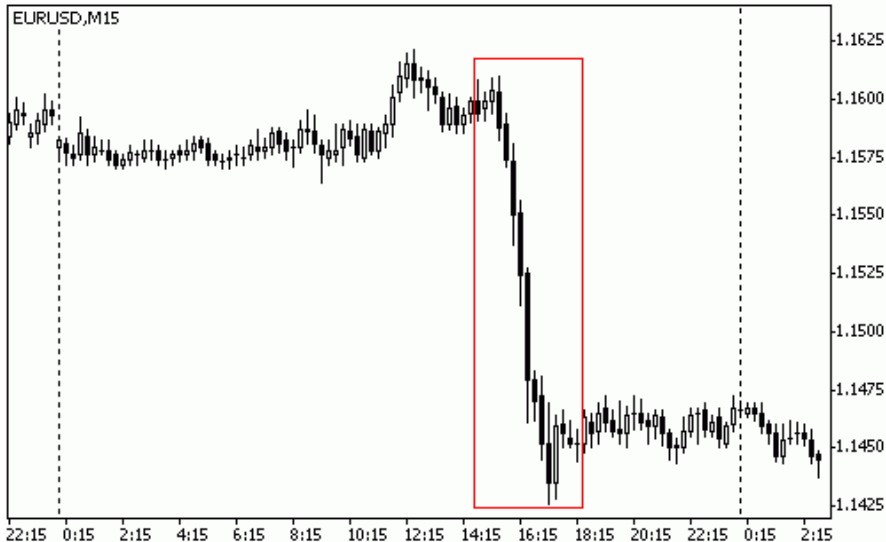
- циклический максимум и циклический минимум
- 50% - уровень
- 44% - уровень

Если после периода роста PMI разворачивается вниз, то следует ожидать разворота делового цикла вниз. Наоборот, если после падения PMI, достигнув минимума, разворачивается вверх, то это является признаком будущего восстановления. По 50-летней статистике США, PMI предсказывает максимумы циклов роста заранее в среднем за 7 месяцев и минимумы циклов роста – за 3 месяца.

Падение PMI ниже уровня 50 предсказывает рецессию в среднем за два месяца до ее вероятного начала, а падение ниже 44 всегда указывает на скорое абсолютное снижение экономической активности. Минимумы, достигавшиеся PMI в стадиях спада, в среднем составляли 35, а после разворота он в среднем за 4 месяца достигал уровня 44, что всегда достаточно точно совпадало с минимумом экономического цикла.

Индексы типа PMI публикуются в первый рабочий день каждого месяца. Исключение – японский TANKAN – ежеквартальный. Японский индекс является исключением также и в том отношении, что он создается не профессиональной ассоциацией бизнеса, как в других странах, а государственным органом – ЦБ, и является официально объявленным ориентиром в принятии решений, касающихся монетарной политики.

Следующий пример показывает рост курса доллара против евро на вышедших данных по американскому PMI (ISM) индексу за октябрь 2003 г. Ожидали значение 55.7, прошлое было 53.7, а вышло 57.0, что привело к резкому падению курса евро (и других валют) против доллара.



## 12. ДОПОЛНЕНИЕ

### 12.1. Время жизни реакции на публикацию фундаментальных факторов

1. **Суперкороткий цикл:** характерен для практически всех неожиданных новостей, которые еще не осмыслены или неверно приняты рынком, от нескольких минут до нескольких часов
2. **Короткий цикл:** характерен для новостей разного характера, не более одних-двух суток, в течение которых происходит их переосмысление или выход других, более значимых данных
3. **Средний цикл:** отражает цикличность (в т.ч. сезонность) экономического развития регионов и стран, от одной-нескольких недель до одного-двух месяцев
4. **Длинный цикл:** характерен для общего состояния национальной и мировой экономики (динамика инфляции, безработицы, процентных ставок ...), от нескольких недель до года
5. **Глобальный цикл:** отражает глобальное (долгосрочное) направление развития ситуации на рынке, от нескольких лет до несколько десятков лет

Если фундаментальная новость противоречит действующему тренду, то время ее влияния на динамику рынка может ограничиться часом или несколькими часами. Если же фундаментальный фактор подтверждает тренд, то происходит некоторое ускорение последнего с последующим возможным откатом от сильного уровня или прорывом этого уровня .

### 12.2. Варианты классической реакции рынка на фундаментальное событие

Ожидание рынка	Динамика цены
В целом оправдались	Без сильных изменений
Недооценка	Продолжение существующей динамики, ускорение в момент появления события
Ошибочные	Резкое изменение направления курса на противоположное

### 12.3. Влияние фундаментальных факторов на изменение курса национальной валюты

Название показателя	Степень важности	Изменение показателя	Изменение курса нац. валюты
Валовой национальный продукт (GDP)	1	рост	рост
Официальные учетные ставки	1	рост	рост
Дефицит торгового баланса (Trade deficit)	1	рост	снижение
Дефицит платежного баланса (Payment deficit)	1	рост	снижение
Безработица (Unemployment)	1	рост	снижение
Данные по денежной массе (M4, M3, M2, M1,	1	рост	снижение

Название показателя	Степень важности	Изменение показателя	Изменение курса нац. валюты
M0)			
Индекс потребительских цен (CPI) и Индекс оптовых цен (WPI)	1	рост	снижение
Индекс производственных цен (PPI)	2	рост	снижение
Уровень розничных продаж (Retail sales)	2	рост	рост
Жилищное строительство (Housing starts)	2	рост	рост
Величина заказов (Orders)	2	рост	рост
Индекс промышленного производства (Industrial production)	2	рост	рост
Производительность в экономике (Productivity)	2	рост	рост
Индексы акций (DJI, NASDAQ, NIKKEY, DAX, FTSE)	3	рост	рост
Цены государственных облигаций (T-bills, T-bonds)	3	рост	рост

### 13. ПРИЛОЖЕНИЕ

#### Иллюстрация подготовки к публикации фундаментальных индикаторов и последующая интерпретация их воздействия на валютном рынке

#### **Фундаментальные новости по доллару и соответствующие колебания пары евро-доллар**

План перед и сразу после выхода данных с рынка труда США (серый овал)

Предполагаемое направление: конец нисходящей коррекции и восстановление up-тренда (голубая разметка волн Эллиотта)

### Развитие ситуации и влияние новых фундаментальных данных







## Новости и аналитика, которые сопровождали/вызывали изменение курса

### 4 – Payrolls

#### Реакция доллара на отчет по занятости в США

16:42 04.02.2005

Курс доллара мгновенно и довольно традиционно отреагировал на известный своей трудной предсказуемостью отчет по занятости в США, потеряв от полфигуры до фигуры против основных валют. Как сообщило минтруда, занятость в январе в США без учета сельскохозяйственного сектора выросла на 146.000 человек по сравнению с пересмотренным в сторону понижения декабрьским ростом на 133.000 человек. Экономисты прогнозировали рост числа занятых в январе на 200.000 человек. Уровень безработицы в январе 2005 года снизился до 5.2 % с 5.4 % в декабре 2004 года. Доллар переносит бремя завышенных прогнозов, возвращая вчерашние завоевания. Положение валюты США сейчас осложняется еще и тем, что ранее опубликованные отчеты показали предварительные признаки сильного роста занятости в январе, поэтому со вчерашнего дня некоторые игроки готовились к лучшему, покупая американскую валюту заранее. Однако ситуация может измениться буквально через несколько минут. Если Алан Гринспен не станет придерживаться предыдущего текста касательно американского дефицита, это должно оказать поддержку доллару. Курс евро/доллара взлетел до \$ 1.3040 с \$ 1.2960 до отчета. Доллар/йена тестирует ¥ 103.50, но главные биды стоят на ¥103.50

### 5 – A.Greenspan

#### Гринспен реабилитировал доллар

16:59 04.02.2005

Гринспен реабилитировал доллар, полностью изменив тенденцию к его снижению, сформировавшуюся после публикации отчета по занятости. Данные привели к снижению доллара на половину-фигуру против ряда ведущих валют, однако через 15 минут после их выхода на лентах информагентств стали появляться теперь уже исторических слов Алана Гринспена, после которых доллар не только с лихвой компенсировал свое падения, но и обновил максимумы против евро в 2005 г.

Основная заслуга речи Гринспена в положительном влиянии на доллар заключается в том, что во-первых он не повторил свой прежний приговор американской валюте, когда осенью предупреждал о возможном охлаждении иностранцев к американским активам из-за огромного торгового дефицита, во вторых, глава ЦБ США заявил, что не видит пока никаких моментов, которые обычно приносит экономике девальвация национальной валюты. Так, например, Гринспен заявил, что пока не наблюдает т. н "импортируемую инфляцию" после падения курса доллара.

"Покупки доллара азиатскими странами оказывают ему поддержку, но трудно сказать, каково влияние этих покупок на доллар и трейдерис", - отметил Гринспен. "Падение доллара пока оказывает минимальное воздействие на инфляцию и на цены на импорт в США. При этом на конкуренцию больше влияет не падение доллара, а цены на импорт. Несмотря на падение доллара, китайские экспортеры не столкнулись с пробле-

мами", - подчеркнул он. Вместе с тем, отметил глава ФРС, снижение доллара повысило конкурентоспособность экспорта США. Он также снова отметил необходимость увеличения накоплений населения в США и снижения дефицита бюджета, что позволит США меньше зависеть от притока иностранного капитала.



## 6 – China

### Китай идет на встречу пожеланиям США

21:08 04.02.2005

Финансовые руководители Китая во время переговоров с заместителем министра финансов США Джоном Тейлором озвучили намерение перейти к гибкому валютному режиму, однако не обозначили сроки осуществления этих планов, сообщил в пятницу представитель министерства финансов США. Тейлор, представляющий США на встрече G 7 в Лондоне, провел двусторонние встречи с министром финансов Китая Цзинь Жэньцином и главой центрального банка Китая Чжоу Сяочуанем, в ходе которых обсуждалась валютная политика. "Мы ушли с убеждением, что они понимают важность перехода к гибкому валютному режиму", - сказал представитель Минфина США. По его словам, финансовые руководители Китая озвучили намерение "отпустить" националь-

ную валюту, зафиксированную в настоящее время к доллару на отметке 8.28 юаня, однако когда это произойдет, в ходе встреч не обсуждалось

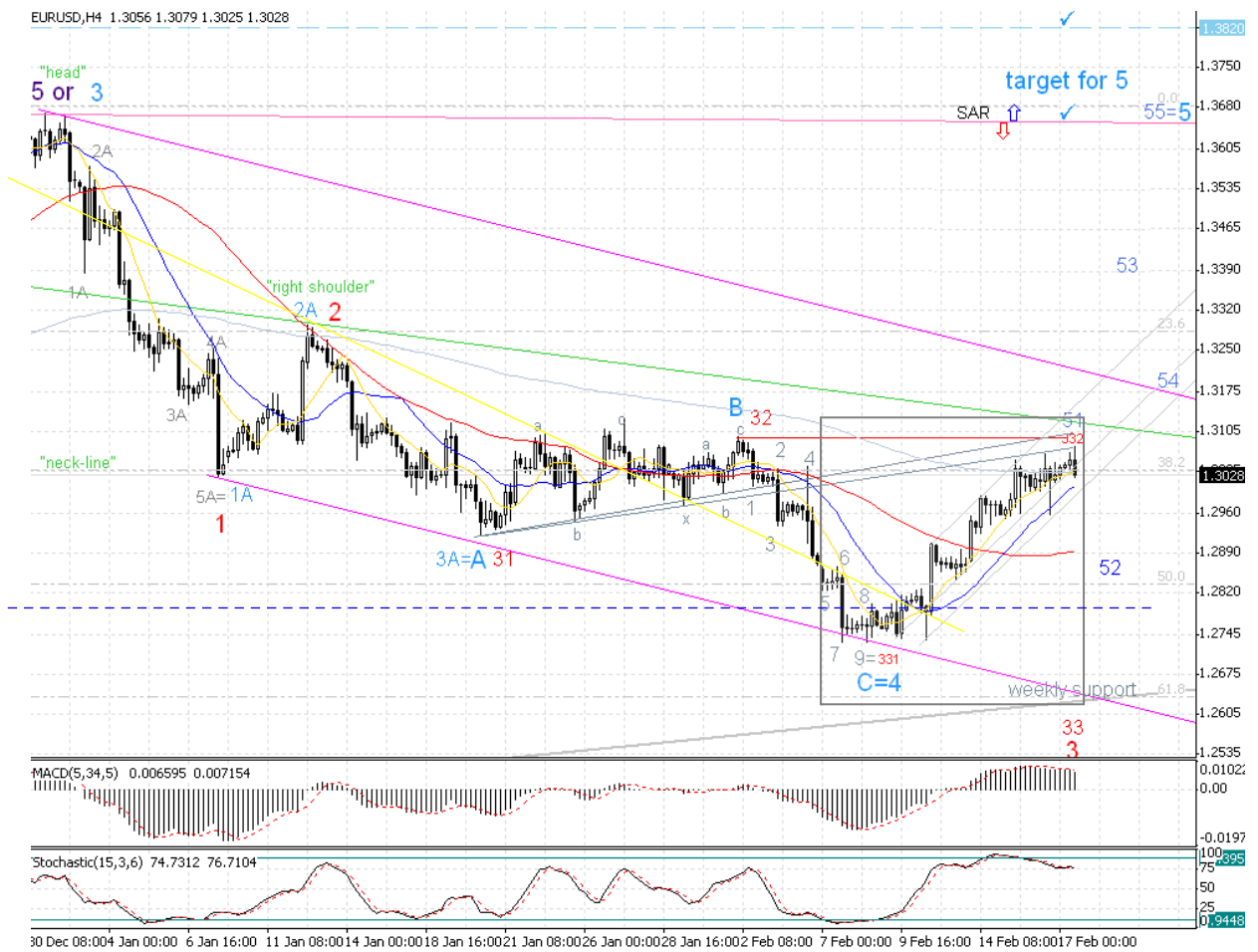
## 7 – Dj. Bush

### Проект бюджета: Буш настроен решительно

17:00 07.02.2005

Американская газета Wall Street Journal сегодня пишет, что проект бюджета США на 2006 финансовый год подразумевает существенное снижение расходов с тем, чтобы сократить бюджетный дефицит в стране. В проекте бюджета сокращение достигается, в частности, путем слияния смежных программ. Эксперты ожидают, что предложения администрации Джорджа Буша по сокращению расходов на социальную сферу не может не вызвать ожесточенной полемики в конгрессе. Так, проект бюджета подразумевает снижение расходов на 4 целевые программы министерства труда с \$4.1 млрд. до \$3.9 млрд. Кроме того, планируется разрешить губернаторам объединять финансирование 5 программ министерств труда, образования и сельского хозяйства, за счет чего их финансирование будет сокращено с \$3.9 млрд. в 2005 году до \$3.6 млрд. в 2006 году, пишет Wall Street Journal. Предложенные меры, как ожидается, должны позволить администрации Буша снизить дефицит бюджета США до уровня 2.2% от ВВП страны к 2009 году по сравнению с 4.5% в 2004 налоговом году.

## Итоговая реакция рынка спустя неделю



Подробное описание последней восходящей ветки, см. ниже



#### 4 – Парадокс хороших данных по торговому дефициту США

**В США отмечено снижение торгового дефицита**  
17:08 10.02.2005

Как сообщило министерство торговли США, дефицит внешнеторгового баланса сократился в декабре 2004 года до \$56.40 миллиарда с пересмотренного ноябрьского значения \$59.33 миллиарда, сообщило в четверг министерство торговли. Аналитики, в среднем, прогнозировали, что в декабре торговый дефицит сократится до \$57.00 миллиарда, основываясь на первоначальном значении за ноябрь, которое составляло \$60.30 миллиарда. Импорт вырос в декабре до \$156.57 миллиарда со \$156.43 миллиарда в ноябре (это максимальный по объему показатель за всю историю страны.), в то время как экспорт вырос на 3.2% до \$100,17 миллиарда с \$97,10 миллиарда. Причинами снижения внешнеторгового дефицита в последний месяц 2004 года на 4.9% стали снижение стоимости нефти с рекордно высокого значения и рост объемов экспорта

#### 5 – Техника, техника и нечего, кроме техники!!!

**Доллар преподавал полезный, но совсем не бесплатный урок**  
01:19 11.02.2005

... важно понимать, что сегодняшнее падение американской валюты не имеет никакого отношения к тому, что рынок вновь стал фокусировать свое внимание на структурных проблемах США. Да, не смотря на соответствие ожиданиям, торговый дефицит по-прежнему остается с экономической точки зрения очень большим, но, тем не менее, нет оснований утверждать о возобновлении роста пессимистичных настроений в отношении дефицитов. Правильнее понимать произошедшее таким образом: рынок объективно (пробитие 1.2920 4 февраля) стал более оптимистичен в отношении американской валюты, но (!) при этом дает понять, что дефициты остаются сильным негативным коэффициентом, и если вы стали чересчур позитивны по доллару и ждете от него (доллара) совершения уверенных шагов укрепления, то охладите свой пыл, "умножив величину своего позитива на негативный коэффициент в виде сохраняющихся дефицитов". На отметке 1.2920 намерения доллара продолжить рост, пройдут проверку на прочность. Однако, извлекая уроки из сегодняшних событий и, вспомнив каким образом доллар преодолевал область 1.3000/.12920, стоит помнить, что рынок не обязан соответствовать ожиданиям в отношении тестирования "расчетных отметок". Пробитие отметки 1.2920, на мой взгляд, возможно, более того, если действительно этот уровень будет непосредственно протестирован, то его пробитие более вероятно, чем то, что он устоит. И даже психологический уровень 1.3000 не несет в себе ключевой важности с точки зрения проверки новой долларовой тенденции. Лишь в том случае, если американская валюта потеряет фигуру 1.3100, следует утверждать, что в первой половине этого года укрепление доллара завершено

### 6 – 8

#### **Аналитики видят консолидацию рынка валют**

16:46 11.02.2005

Слабый аукцион по размещению 10-летних облигаций США и рекордный торговый дефицит в 2004 довлеют над долларом, отмечает AFX. "Возвращение на рынок азиатского контингента в полном составе на следующей неделе могло бы привнести новый решающий подход в дальнейшем направлении движения доллара", - сказал Нейл Меллора из Bank of New York в Нью-Йорке. Помимо выступления Гринспена, рынки также будут смотреть на официальные данные по притоку капитала в США во вторник для поиска дальнейшего направления, добавил он. "Большие цифры будут несомненно приветствоваться - по крайней мере первоначально", - считает эксперт. Но притоки иностранного капитала полностью не разрешает проблему финансирования американского дефицита по текущим операциям, утверждает Меллор. Клайд Вардл из HSBC верит в то, что доллар входит в период консолидации.

### 9 – ZEW (euro-up) , Retail sales (dollar-down)

#### **ZEW: экономическая ситуация в Германии улучшается**

13:30 15.02.2005

Согласно данным исследовательского института ZEW, экономические ожидания в Германии улучшились в феврале 2005 года по сравнению с январем 2005 года третий месяц подряд. Составленный ZEW индекс экономических ожиданий вырос в феврале до 35.9 пункта с 26.9 пункта месяцем ранее. Экономисты в среднем полагали, что индекс увеличится до 30.0 пункта. При этом индекс текущих экономических условий составил -58.7 пункта против -61.2 в январе. Индекс текущих ожиданий для еврозоны в феврале составил 36.0 пункта против 29.9 пункта в январе.

## США. В январе отмечено снижение розничных продаж

17:15 15.02.2005

Розничные продажи в США в январе упали на 0.3%. Эксперты ожидали падения на 0.4%. Согласно уточненным данным, увеличение розничных продаж в декабре составило 1.1%, а не 1.2%, как сообщалось ранее. В то же время объем розничных продаж без учета реализации автомобилей в прошлом месяце поднялся на 0.6%. При этом аналитики ожидали увеличения лишь на 0.4%. В декабре этот показатель вырос на 0.3%. Реализация машин и запасных частей к ним в январе снизилась на 3.3% против роста на 4% месяцем ранее. Таким образом, в прошлом месяце было зафиксировано наиболее существенное падение продаж машин с июня прошлого года. "Прирост рабочих мест в последнее время был хорошим, доходы населения увеличиваться, - сказал экономист J.P.Morgan Securities Роберт Меллман до публикации статданных. - Мы прогнозируем увеличение потребительских расходов в этом году приблизительно такими же темпами, как и в прошлом".

### 10 – 11

## Спекулянты снова угодили в ловушку

18:30 15.02.2005

Ситуация прошлой неделе, кажется, жестоко повторяется для спекулянтов, только теперь они вынуждены откупать доллар из-за требования к марже по коротким левверидж-позициям, которые они открыли ранее. Напомним, в прошлый четверг после выхода данных по торговому балансу на рынке скопилось большое количество маржинальных лонгов по доллару, большинство которых было закрыто в тот же день, что вызвало головокружительный взлет курса евро на 160 пунктов. Теперь спекулянты тоже вынуждены выходить из позиций, только это уже не лонги, а шорты по доллару. Дилеры говорят, что распространение на рынке слухов о плохих данных по притоку капитала привело к тому, что многие стали продавать доллар с плечом еще до выхода отчета TICS, что сопровождалось прорывом фигуры и взлетом евро к \$1.3050, что, в свою очередь, стало дополнительным стимулом для еще большего вхождения маржинальных игроков в рынок, поскольку многие стали полагаться на рост к \$ 1.3300 (максимумам 2005, замеченным 12 января на \$ 1.3292). Вместо этого евро быстро оказался ниже \$ 1.3000, поскольку игроки убедились в ложности слухов. Начавшаяся разгрузка рынка от левверидж-позиций продолжается до сих пор. Самые последние стопы исполнены ниже \$ 1.2970. На вопрос о том, какое падение евро необходимо, чтобы стереть из памяти ралли к \$ 1.3050, один из дилеров говорит: "закрытие под \$ 1.2950 или лучше \$ 1.2920".

### 11 – Greenspan, Senate

## Гринспен о нормальном уровне процентных ставок

20:42 16.02.2005

Алан Гринспен продолжает отвечать на вопросы сенаторов в Бюджетном комитете. На вопрос о том, что ФРС подразумевает под термином нормальный уровень ставок, Гринспен не дал определенного ответа, указав, что на это сложно ответить, цифра может быть разной в зависимости от обстоятельств. "Мы не знаем, какой на самом деле должна быть величина, но процентная ставка должна быть такой, которая обеспечивала бы определенную степень стабильности в экономике и не создавала бы ощущения избы-

точности, создающее инфляционное давление", - сказал Гринспен. По его словам, последние повышения ставки ФРС были призваны ликвидировать излишний стимул, который центробанк предоставил в ответ на дефляционное давление. Прогноз инфляции "будет зависеть от степени и продолжительности любого замедления темпов производительности", - заметил Гринспен, касаясь этой проблемы.

### Гринспен о текущем дефиците платежного баланса

20:47 16.02.2005

Затрагивая проблему дефицита текущих операций платежного баланса, Алан Гринспен сказал, что это является проблемой, но экономика хорошо сбалансирована, чтобы справиться с ней. "В отдаленной перспективе просто невероятно, чтобы он не мог изменяться...", - сказал Гринспен. При этом он напрямую связывает эту проблему с бюджетной дисциплиной. По его словам, "восстановление бюджетной дисциплины является императивом" для США с тем, чтобы сократить гигантский дефицит текущего счета.

## 13 – Greenspan, Congress

### Аналитики не знают, почему доллар снижается

13:44 17.02.2005

Обычно Алан Гринспен дает понять рынку, если тот его не правильно понял, на второй день своего выступления в парламенте. Сегодня глава Федеральной резервной системы США Алан Гринспен выступит с идентичной вчерашней речью в Комитете по торговле и финансам Палаты представителей американского Конгресса. Сессия вопросов-ответов позволит нам убедиться, доволен ли Гринспен реакцией финансовых рынков и, прежде всего, рынка облигаций. Сегодня котировки американской валюты снижаются: доллар не смог продолжить рост, начавшийся после речи Гринспена в среду, констатируют аналитики. Гринспен накануне дал понять, что процентные ставки ФРС будут расти. Гринспен не удивил рынки в своей речи в Сенате в среду, повторив слова о том, что американская экономика растет уверенными темпами и что ставки ФРС остаются на низком уровне в реальном выражении, несмотря на их постоянное увеличение. Сразу после речи Гринспена евро снизился к доллару до \$1.2960, однако сейчас курс евро к доллару вырос до \$1.3076. "Люди не знают, куда теперь двигать евро/доллар, - говорит Ли Ферридж из Rabobank. - Доллар находится между двумя противоборствующими лагерями - опасениями по поводу структурных составляющих и циклическим усилением экономики". "Для доллара комментарии казались благосклонными", - прокомментировал вчерашнее выступление аналитик CALYON Митул Котеча, добавляя, что рост, однако, не смог продолжиться и валюта США "продолжает выглядеть уязвимой" на этой неделе. Аналитик не привел причин, в силу которых, доллар, по его мнению, должен снижаться. "Сегодняшняя сессия вопросов-ответов еще раз предоставит возможность разобраться в его взглядах, особенно, если он чувствует, что рынки неправильно поняли его речь вчера", - сказал Котеча то, о чем мы уже отметили.

### Евро. Теперь почти каждый хочет его купить

17:02 17.02.2005

Курс доллара начал расти незадолго до открытия торгов в Нью-Йорке, а выход макроэкономической статистики в США в 16.30 мск немного оживил этот процесс. Курс евро упал к доллару к настоящему моменту до \$1.3034 против максимума дня на \$1.3036; курс иены к доллару составляет ¥105.63. Число жителей США, впервые обратившихся за пособием по безработице, сократилось за неделю, завершившуюся 12 февраля 2005



года, до 302.000 с пересмотренного значения на уровне 304.000 недель ранее, сообщило в четверг министерство труда. Экономисты, опрошенные Reuters, прогнозировали рост числа впервые обратившихся за пособием до 315.000 человек, основываясь на предварительном значении за неделю, завершившуюся 5 февраля - 303.000. Цены на импорт в США выросли в январе 2005 года на 0.9 % к декабрю 2004 года и на 6.0 % - к январю 2004 года, сообщило министерство труда в четверг. Цены на экспорт из США выросли в январе 2005 года на 0.7 % к декабрю и на 4.0 % - к январю 2004 года. Аналитики, опрошенные Reuters, ожидали, что в месячном исчислении цены на импорт вырастут в январе 2005 года на 0.7 процента, а цены на экспорт - на 0.2 процента. И хотя стержневой показатель импортных цен вырос всего лишь на 0.2 % к декабрю, данные на наш взгляд подтверждают предположения Гринспена о том, что у иностранных компаний иссекает лимит, который ранее позволял им не поднимать цены, чтобы не потерять американский рынок. Дилеры сообщают, что спрос на евро отмечен в области \$ 1.3020, именно он сейчас является защитным буфером для евро. Курс восстановился сейчас к \$ 1.3030, но оно - пока не слишком убедительное, отмечает один из дилеров. Спрос простирается от \$1.3020 до \$ 1.3010, более сильные биды стоят на подходе к \$ 1.2990 со стопами ниже. Если стопы сработают, это вызовет более глубокий ход до \$ 1.2975, где интерес покупателей усиливается по мере приближения к \$ 1.2960. Офера теперь замечены между \$1.3075/85.

**Результат:**





### Ралли на азиатской сессии. Последовательное развитие событий 06:21 22.02.2005

На проходящих азиатских торгах мы наблюдаем игру в классический "японский треугольник". Ключевым драйвером прошедших часов азиатской сессии стал кросс евро/йена. Укрепление японской валюты против евро вызвало соответствующую реакцию пары доллар/йена и естественную реакцию евро/доллара в виде восходящего движения. Ранее мы упоминали, что основными игроками в данный момент являются классические спекулянты - хеджевые и модельные фонды. Можно сказать, что они достигли определенных результатов, поскольку им удалось вызвать пробитие отметки 1.3090, имеющей важное значение. С технической точки зрения отметка представляет

собой уровень восстановления Фибоначчи 38.2% от декабрьских максимумов. Дело в том, что другие основные европейские валюты, такие как британский фунт и швейцарский франк уже давно смогли прибить свои уровни восстановления 38.2%, лишь в евро/долларе этот рубеж оставался не преодоленным. Невысокая ликвидность на рынке позволила исправить эту оплошность и вызвать поглощение вышестоящих стопов как под фигурой на 1.3095 и выше фигуры на 1.3120. Также теперь поглощены и офера на 1.3140, а пара евро/доллар продолжает восходящее движение, уверенно перехватив эстафетную палочку у предыдущего драйвера азиатской сессии - кросса евро/йена. Теперь участники рынка ожидают увидеть тестирование поддержки 1.3125.

### Дилеры о причинах обвала доллара

11:12 22.02.2005

Курс доллара сегодня резко упал на азиатских торгах в условиях низких объемов. "Начало торгов было тихим, ничто не предвещало бури", - говорит один из дилеров в Сингапуре. Движение началось по товарным валютам, таким как австралийский и новозеландский доллары. Инвесторы считают, что ставки в этих странах могут снова повыситься, что способствует росту спроса. "Перспектива повышения ставок поддерживает австралийца", - пишут сегодня эксперты UOB. Заседание Банка Австралии по ставкам состоится на следующей неделе, а Банка Новой Зеландии - 10 марта. По прогнозам, оба ЦБ могут повысить свои ставки на 25 б.п. Заявление Северной Кореи о том, что она вернется за стол переговоров по ядерной программе в том случае, если США продемонстрируют "искренность", вызвало рост корейского вона. Отсутствие Банка Кореи на рынке ускорило рост корейской валюты. Инвесторы также вспомнили о вчерашнем сообщении о том, что Банк Кореи намерен снизить долю доллара в своих резервах. Все это, вкупе с тонкими послепраздничными условиями на рынке, нашло отражение в массовых продажах доллара США. Ко всему прочему, по словам дилеров, Банк Тайваня сегодня, вопреки обычаю, не вышел на рынок с покупками доллара. В результате инвесторы бросились покупать йену против доллара. Некоторые эксперты вдобавок напоминают и о вчерашнем заявлении Джорджа Сороса о том, что страны Ближнего Востока и Россия способствуют ослаблению доллара, так как они переводят свои растущие от нефтяных доходов валютные резервы в евро.

**Как видим, фундаментальные данные четко укладываются в техническую картину, причем ЗАРАНЕЕ!!! (до новостей, а тем более до их интерпретаций аналитиками) построенную в качестве прогноза и обоснования торговых планов.**

### Контрольные вопросы к лекциям 13-1 и 13-2

1. Что не относится к фундаментальным факторам?
  - разрушительное действие цунами в Японии
  - теракт в США
  - повышение курса евро выше паритета с долларом
  - дефляция в Германии
  - выборы в Великобритании
2. Можно ли утверждать, что фундаментальные факторы имеют прямое влияние на курс валютной пары?
3. Что такое ВВП?
4. Можно ли первоначальную публикацию ВВП за какой-то период принимать как

- окончательную?
5. Если темпы роста ВВП в одной стране меньше темпов роста во второй, как поведет себя
  6. вторая валюта?
  7. Чем торговый баланс отличается от платежного?
  8. Может ли экспорт быть больше импорта при отрицательном торговом балансе?
  9. Зачем центральные банки меняют свои процентные ставки?
  10. Если ЦБ поднимает процентные ставки, как может измениться курс национальной валюты против других валют?
  11. Если в одной стране ЦБ опустил процентные ставки больше, чем ЦБ второй страны, как могут измениться курсы национальных валют по отношению друг к другу?
  12. Что такое инфляция?
  13. В стране существует инфляция: хорошо это или плохо для роста нац. валюты?
  14. Если в стране повышенный неконтролируемый уровень инфляции, как может измениться курс национальной валюты против других валют?
  15. Какие существуют основные показатели занятости?
  16. Если показатель Non-farm Payrolls выходит на уровне 90-140 тысяч в месяц, будет ли обоснованный рост ВВП ниже 3,0%?
  17. Если показатель Capacity Utilization вышел на уровне 65%, будет ли это означать сбалансированный уровень функционирования промышленности в экономике?
  18. Если после публикации показателя Retail Sales курс пары EUR/USD немного упал, что это означает?
  19. Что означает падение значения показателя PMI ниже 50%?
  20. Можно ли принимать цифры PMI за реальные процессы происходящие в экономике?
  21. Всегда ли рост фондовых индексов приводит к росту национальной валюты?