

КЛЮЧЕВЫЕ СТРАТЕГИИ

4 квартала

МИР, УВЯЗШИЙ В ДОЛГАХ,
ОТКРЫВАЕТ НОВЫЕ
ВОЗМОЖНОСТИ

ЯСНЫЙ КУРС

За последние несколько лет на мировые финансовые рынки обрушилась лавина ликвидности, неудивительно, что теперь нам приходится думать о том, что делать с тем, что она оставила после себя: с долгами.

Внешний долг Азии вырос до 2,5 трлн. долларов по сравнению с 300 млрд. в прошлом десятилетии, а Китай тратит целое состояние на обслуживание своего долга, который достиг 39% от ВВП.

В Штатах дела идут немногим лучше, поскольку в 2013 году процент по государственному долгу обошелся им в 6% от всего бюджета, а долговая нагрузка за 10 лет выросла почти в два раза, до 80% от ВВП. Западный мир продолжает игнорировать потребность в фундаментальных, структурных реформах, которые вернут частному сектору процветание и благополучие.

Однако трудности позволяют выйти на новый уровень.

Наши аналитики объединили свои лучшие торговые стратегии в нынешних волатильных условиях, когда обещания Федрезерва закончить программу количественного смягчения помогают доллару укрепиться.

Да, долги останутся и, да, политики продолжают притворяться, что все в порядке, однако, теперь у нас есть четкий курс в светлый и более прибыльный 2015 год, по крайней мере, мы на это надеемся.

Ким Фурнэ

Сооснователь и CEO Saxo Bank

Ларс Сейер Кристенсен

Сооснователь и CEO Saxo Bank

ОБЯЗАТЕЛЬНО К ПРОЧТЕНИЮ



ПОСЕТИТЕ НАШ САЙТ



НАЖМИТЕ НА ИКОНКУ, ЧТОБЫ ЧИТАТЬ ОНЛАЙН

Роковая гора

**ПРОГНОЗ НА
ЧЕТВЕРТЫЙ КВАРТАЛ**

**СТИН ЯКОБСЕН,
главный экономист**

«Обратная сторона количественного смягчения – это гора долга, накопленного странами мира за последние годы»



Нарушенные обещания

**ПРОГНОЗ ПО
СЫРЬЕВОМУ РЫНКУ**

**ОЛЕ С. ХАНСЕН,
глава отдела торговых стратегий на сырьевом рынке**

«В третьем квартале на сырьевом рынке сложились почти идеальные условия для отказа от рискованных инвестиций»



Подъем формирующихся экономик

**МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ
ПРОГНОЗ**

**МАДС КОЙФОЙД,
руководитель отдела макроэкономических стратегий**

«Эскалация конфликта с Россией может вернуть Еврозону в состояние рецессии»



Отсутствие пузыря

**ПРОГНОЗ ПО
ФОНДОВОМУ РЫНКУ**

**ПИТЕР ГАРНРИ,
руководитель отдела фондовых стратегий**

«Цены на акции справедливые, признаков образования пузыря нет»



Диверсификация вознаграждается

**ОБЗОР ВАЛЮТНОГО
РЫНКА**

**ДЖОН ХАРДИ,
глава отдела стратегий на валютном рынке**

«Мы не хотели бы класть все яйца в одну корзину и делать ставку исключительно на восстановление экономики США»





Роковая гора

«Обратная сторона количественного смягчения – это гора долга, накопленного странами мира за последние годы. По мере того, как производительность падает, а политики продолжают придерживаться стратегии «авось повезет», мы больше не можем делать равнодушный вид»

СТИН ЯКОБСЕН,
старший экономист
и директор по инвестициям
Saxo Bank





Настало время поговорить о долге. Он может напоминать слона в посудной лавке, которого все упорно стараются не замечать. Однако сейчас этот самый «слон» раздулся до таких размеров, что даже фундамент грозит развалиться. Тем не менее, на свой страх и риск мы продолжаем все это игнорировать.

Во время своего недавнего визита в Сингапур, а это самая рациональная страна в мире, мне пришлось столкнуться с некоторыми неприятными и очевидными фактами та-мошнего экономического уклада. Экономика Сингапура «буксует», хотя и относится к числу самых свободных, новаторских и конкурентоспособных.

Государство все еще пользуется наследием, дарованным первым премьер-министром Ли Куан Ю, который славился своей прозорливостью. Однако после нулевых и даже отрицательных темпов экономического роста с 2011 года, сейчас мы наблюдаем спад производительности.

В мировом масштабе это может показаться пустяком, но на самом деле это не так.

Момент Мински

Если Сингапур и в самом деле достиг своего лимита роста, то очевидно, что мир приблизился к моменту Мински. Это опасная точка долгового цикла, при которой наличности, генерируемой активами, не хватает для погашения долга, взятого для приобретения этих же активов.

Сингапур вызывает у меня беспокойство. Более того, это идеальный пример гипотезы Хаймана Мински, который полагал, что сама по себе стабильность является дестабилизирующим фактором. С позиции рядового экономиста, а таковых немало, экономика и рынки функционируют в равновесии, и для коллапса одной из частей баланса нужен внешний шок.

Именно это и произошло в 2007/08 гг. За период с января 2007 по июнь 2008 стоимость ископаемого топлива подскочила с 5.2% от мирового ВВП до 12.4%, «отрезав» 7.2% или \$5 трлн от показателя ВВП. С учетом мирового долга на уровне 250% от ВВП, для поддержания международных финансов на плаву потребуется повышение ставок финансирования более чем на 300 базисных пунктов. Да, энергия стала главной причиной инцидента 2007/08 гг. Это был кризис, который следовал обычному сценарию.

Между тем текущая ситуация – это классический Мински. Виртуоз теории финансовых кризисов полагал, что внутренние движущие силы системы сами по себе могут порождать шоки.

Это происходит по той причине, что всевозможные экономические действующие субъекты – банки, компании, правительства и граждане – во времена экономического успеха оказываются во власти слепого самоуспокоения. Все очень просто, они внушают сами себе, что хорошие времена будут продолжаться вечно. Чистый эффект от этого состояния – тенденция к принятию на себя все большего риска в погоне за прибылью.

Провальная политика

Что предпринимают государственные деятели и политики при таком сценарии? То же, что и всегда. Они штампуют избитые фразы и «пируют во время чумы».

Вместо решительных действий они пробивают путь вперед при помощи своей безнадёжной тактики, пытаясь при этом убедить нас в том, что она обязательно сработает.

Их образ действий сводится к поддержанию процентных ставок на достаточно низком уровне и обслуживанию долгового бремени. Другими словами, политики делают вид, что располагают надежным планом, но не решают структурные проблемы и просто тянут время.

Удача была на нашей стороне очень долго, однако в скором времени, она, похоже, отвернется от нас. И предвестником таких перемен служит угроза низкой инфляции или даже дефляции. Не забывайте о том, что в режиме дефляции стоимость обслуживания долга растет особенно стремительно. Сложно воспринимать всерьез любые разговоры о повышении процентных ставок в условиях, когда Америка практически не демонстрирует признаков роста, а мировая экономика, которую хвалили еще в июле, заметно сбавила обороты.

«Гнилые семена кризиса всегда засеваются в хорошие времена»

Четвертый квартал традиционно является самым интересным временем года с точки зрения политики. В это время страны приводят в порядок свои бюджеты. ЕС, МВФ и Всемирный Банк будут вынуждены притворяться, что они принимают слабую статистику, а это подразумевает расширение дефицитов.



«В режиме дефляции стоимость обслуживания долга растет особенно стремительно»

Горы долга

Этот процесс наверняка приведет к выполнению обещания о том, что 2014 год ознаменует окончание периода долговых излишеств. На самом деле сейчас мы стремительно движемся к той переломной точке, по достижении которой обслуживание долга существенно усложнится ввиду низких уровней инвестиций и потребления на фоне применения политики «продлевай и надейся».

Взгляните на факты. Гора государственного долга Европы приобретает все более угрожающие размеры.

Госдолг Португалии раздулся до шокирующих 130% от ВВП против 70% в 2007 году. Долговая нагрузка Греции - даже после реструктуризации несколькими годами ранее - достигла 175% от ВВП.

Системный риск в ЕС на данный момент гораздо выше, чем в начале кризиса.

В Китае особое беспокойство вызывают затраты на обслуживание общего долга, причем ситуация усложняется ошибочной уверенностью банков, компаний и граждан страны в том, что они могут рассчитывать на государственную программу спасения.

По оценкам одного из аналитиков Société Generale, расходы на обслуживание общего долга (включая долги с фиксированным сроком погашения и с правом пролонгирования) в Поднебесной составляют порядка 39% от ВВП. Для сравнения: в 2007 году аналогичный показатель в США был зафиксирован в районе 25%.

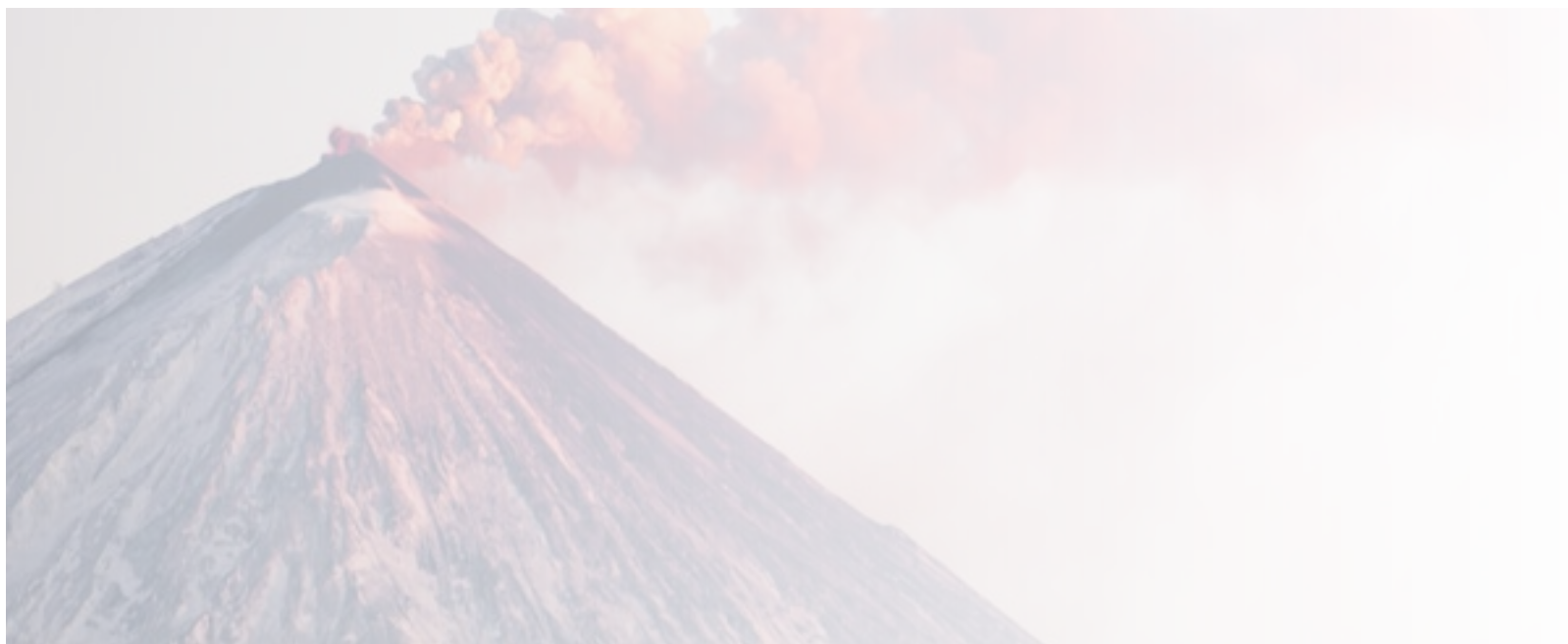
В США расходы на обслуживание долга «отняли» у бюджета 2013 года свыше 6%. В относительном выражении показатель отошел от худших уровней, когда процентные ставки были гораздо выше. Однако это произошло только благодаря тому, что Федеральный комитет по открытым рынкам агрессивно снижал затраты на эмиссию долговых обязательств, практикуя политику нулевых процентных ставок.

Сейчас же долговая нагрузка гораздо тяжелее, чем до начала финансового кризиса; она составляет 80% от ВВП (чистая задолженность, по оценкам МВФ), тогда как 10 лет назад этот показатель был зафиксирован на уровне 45% от ВВП.

Так или иначе, США, Китай и Европа приближаются к очередному моменту Мински.

Никогда еще пропасть между реальностью и восприятием текущей экономической ситуации не была такой огромной. Однако и более подходящей возможности сыграть на этом еще не представлялось. Это не конец света, а предвестник начала чего-то нового, когда нам все же придется заметить того самого «слона» в виде госдолга.

Уровень долга можно снизить только двумя способами: посредством его списания или в условиях стремительного экономического роста. Ни один из этих вариантов в следующем квартале не представляется возможным как с политической, так и с практической точек зрения. Это подразумевает поддержание процентных ставок по всему миру на текущих или более низких уровнях, пока мы еще раз сыграем в игру под названием «продлевай и надейся», после чего в центре внимания оправданно окажется момент Мински.



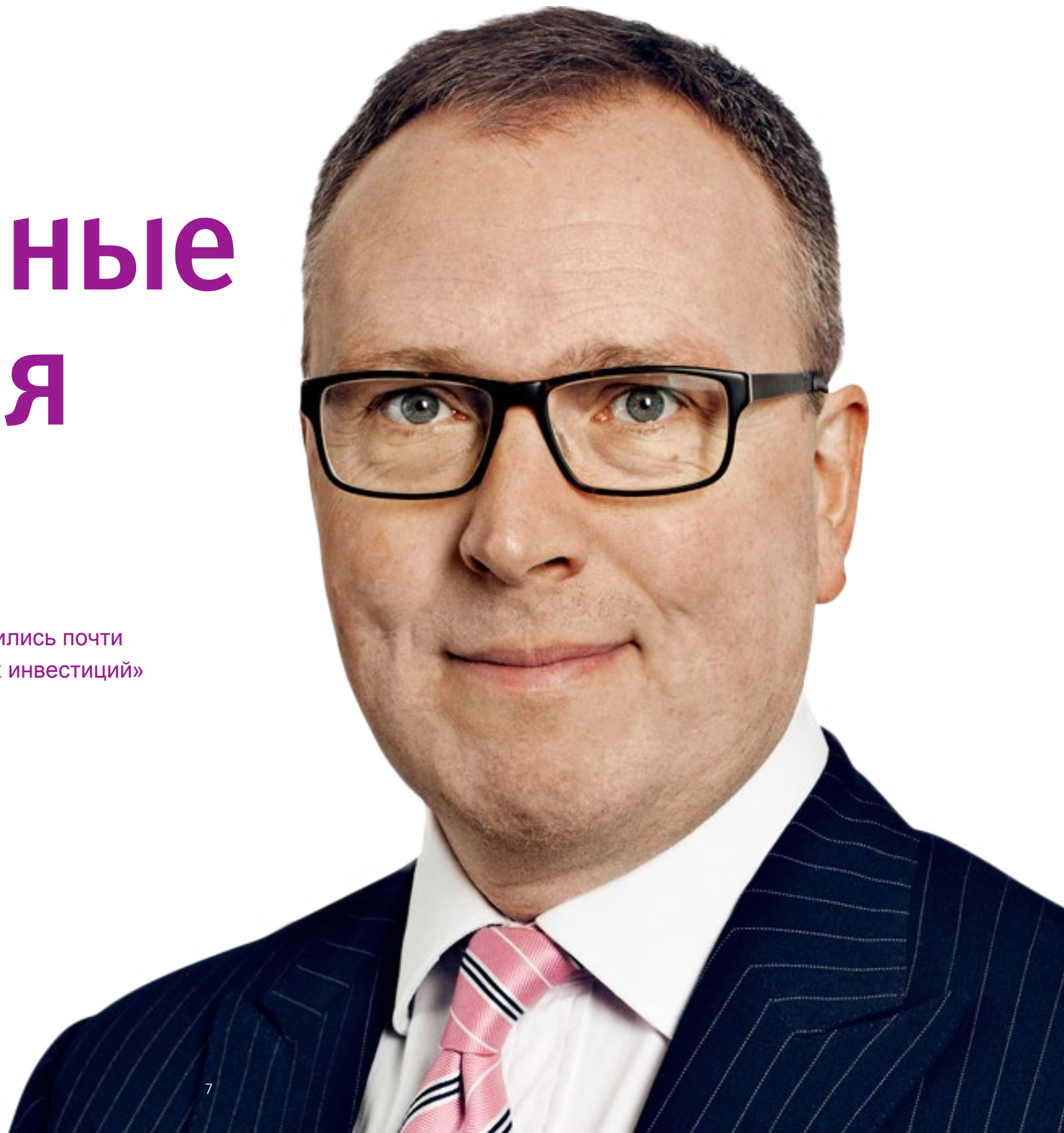


Нарушенные обещания

«В третьем квартале на сырьевом рынке сложились почти идеальные условия для отказа от рискованных инвестиций»



ОЛЕ С. ХАНСЕН,
глава отдела торговых
стратегий на сырьевом рынке



После многообещающего начала 2014 года в третьем квартале на сырьевом рынке сложились почти идеальные условия для отказа от рискованных вложений. До такой степени, что сырьевой индекс Bloomberg, включающий в себя 22 основных сырьевых товара, который еще в первой половине года опережал остальные классы активов, теперь опустился до уровней, которые в последний раз наблюдались в пик мирового финансового кризиса и рецессии в 2009 году.

В ответ на сочетание таких факторов, как рост запасов многих ключевых сырьевых товаров и укрепление курса доллара в период замедления спроса, особенно в Европе и Китае, цены на рынке понизились.

Сектор металлов во главе с промышленными и драгоценными металлами пострадал меньше остальных, а сельскохозяйственный рынок скорректировал позиции по сравнению с апрелем этого года более чем на одну треть.

Этим летом в США были почти идеальные условия для выращивания сельскохозяйственных культур, в результате чего цены на три ключевые культуры (кукурузу, соевые бобы и пшеницу) упали до самой низкой за четыре года отметки.

Между тем в энергетическом секторе произошли сильнейшие с 1991 года перебои с поставками, которые, правда, были компенсированы непрекращающимся ростом добычи сланцевой нефти в США.

В результате упомянутых выше факторов в течение третьего и в начале четвертого квартала фокус рынка сместился с проблемы возможных перебоев с поставками по геополитическим причинам на проблему избытка предложения.

Драгоценные металлы (серебро и в меньшей степени золото) понесли в сентябре сильные потери. Совокупность таких факторов, как возросший курс доллара, низкие ожидания в отношении инфляции, падение спроса на активы-убежища и, в особенности, ожидаемый процесс нормализации процентных ставок в США, подрывает интерес инвесторов к этому сектору.

Однако, глядя на золото, оцененное в других валютах, становится понятно, что большая часть потерь была обусловлена укреплением доллара США, потому что цена золота в евро с начала года выросла почти на 10%, а цена в японских иенах — приблизительно в 2 раза меньше этого значения.

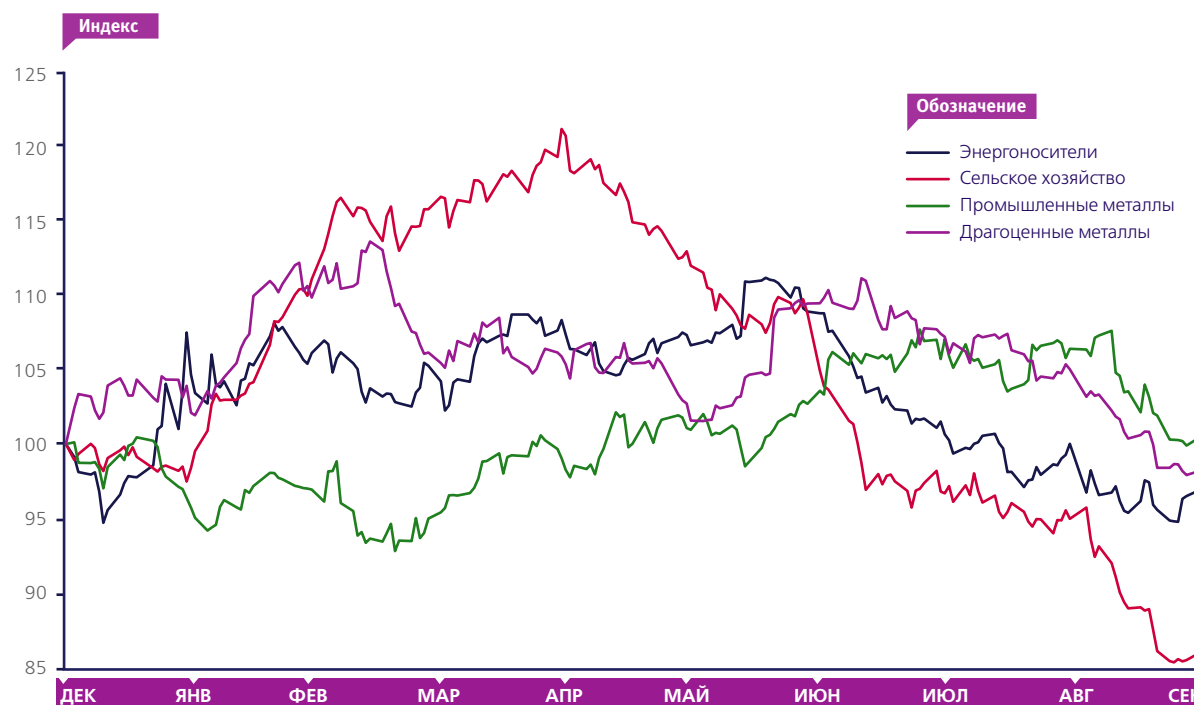
Мы считаем, что главным препятствием на пути золота и серебра в последнем квартале станет дальнейшее повышение курса американской валюты, принимая во внимание тот факт, что замедление темпов роста в Китае, Европе и других странах, скорее всего, снизит ожидания в отношении того, как далеко готова пойти и пойдет Федеральная резервная система США в ужесточении денежно-кредитной политики.

В начале четвертого квартала энергетический сектор ждет ослабление в связи с увеличением запасов, обусловленным сезонным спадом спроса на американских НПЗ. В конечном итоге, страны ОПЕК отреагируют на уменьшение стоимости, если не до, то во время следующего заседания, которое запланировано на 27 ноября.

Риск снижения цен может оказаться более продолжительным, чем ожидается, если страны ОПЕК не продемонстрируют единства с Ираком, Ливией и, в конечном итоге, с Ираном. Все они будут стремиться увеличить свою долю на рынке в период, когда спрос на нефть картеля падает.

Динамика сырьевого индекса BVG по секторам

с начала года по настоящее время



Источник: Bloomberg, Saxo Bank

Торговая стратегия 1: «Медное» решение в условиях замедления китайской экономики – контракт HGZ4

Запасы меди на Лондонской бирже металлов сократились до минимального с 2008 года уровня, и это оказало поддержку цене, несмотря на отсутствие четких признаков реального спроса, особенно с учетом риска того, что Китай может не оправдать заявленный прогноз роста экономики на 7,5%.

Пока нет оснований ожидать, что в ответ на такое замедление будут приняты меры, которые в итоге поспособствуют росту цены, например, запуск новой масштабной инициативы по стимулированию экономики.

Принимая во внимание тот факт, что запасы меди обычно растут в период, когда в северном полушарии наступает зима, вряд ли стоит ожидать роста цен в четвертом квартале, особенно с учетом текущего прогноза укрепления доллара США.

На этом основании мы намерены продавать контракт на медь с поставкой в декабре (HGZ4) при прорыве уровня 2,98 доллара за фунт со стопом выше уровня 3,04 и возможной целью на отметке 2,72 доллара за фунт.

«В последнем
квартале
поддержку
на рынке
меди будет
найти
сложно»



Торговая стратегия 2: Хеджирование фьючерсов на какао в целях защиты от эпидемии Эбола — контракт CCZ4



РЫНОК какао парализован страхом: лихорадка Эбола постепенно приближается к Кот-д'Ивуару и Гане, где производится 70% всего какао в мире.

Октябрь и ноябрь — два важнейших месяца в цикле выращивания какао, и на фоне волнений о том, что из-за распространения вируса Эбола могут возникнуть сбои в транспортировке и проблемы с доступной рабочей силой, цена подскочила до самого высокого с 2011 года уровня.

Погодные условия в этом сезоне были благоприятные, что должно привести к образованию избытка предложения в этом году. Если прогнозы оправдаются, то нынешние высокие цены поддерживать будет сложно, принимая

во внимание тот факт, что цена на какао существенно выросла еще до того, как рынок охватил страх из-за вируса Эбола.

Поэтому, если текущие опасения не воплотятся в реальности, то рыночная цена может рухнуть на 10%.

Продавать на рынке, скованном страхом, может быть опасно. На этом основании мы предлагаем опцион пут со спредом 3200-3000 по декабрьскому контракту на какао, со сроком истечения 5 ноября и общей оценочной стоимостью на уровне 47 долларов за тонну (ориентирная цена по контракту CCZ4 — 3,311 долларов за тонну). Максимальный убыток будет ограничен суммой премии.

«Продавать на рынке, скованном страхом, может быть опасно»



Торговая стратегия 3: Важнейший референдум по золоту в Швейцарии может стать причиной роста цены — опцион колл XAUUSD

В течение третьего квартала на рынке драгоценных металлов наблюдались продажи, которые были обусловлены ростом курса доллара, уменьшением геополитических рисков и позиционированием инвесторов на рынке в ожидании ужесточения политики ФРС США.

Но в ближайшие месяцы может появиться повод для роста стоимости, которым станет запланированный на 30 ноября референдум по золоту в Швейцарии.

Если ответ будет утвердительный, то это будет означать, что Национальному банку Швейцарии придется как минимум 20% своих активов обеспечить золотом, отказаться от продажи золотых резервов и хранить все золото на территории Швейцарии.

Доля золота в валютных резервах Швейцарии упала с 30% в 2000 до 8% на сегодняшний день, и в случае положительного исхода референдума ЦБ Швейцарии в течение ближайших трех лет должен будет закупить значительные объемы золота.

Пока что большинство членов швейцарского парламента отвергли эту инициативу на том основании, что она ограничит возможности Национального банка Швейцарии в области денежно-кредитной политики, а также потому что центральному банку, возможно, придется отказаться от текущего порогового значения по курсу франка к евро на уровне 1,20.

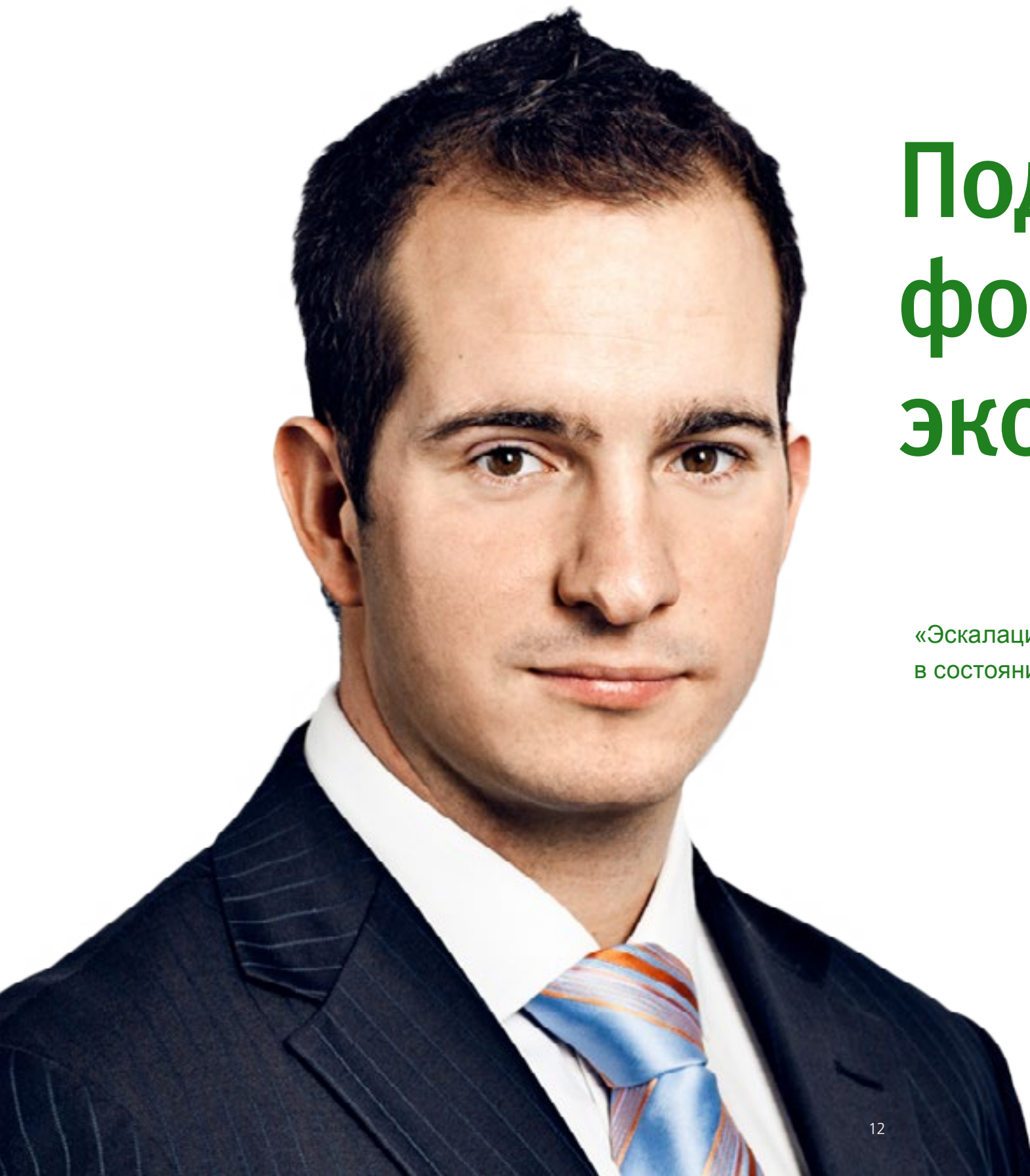
Вложения в биржевые индексные фонды сократились до минимального за пять лет значения, в то время как хедж-фонды уменьшили чистую длинную позицию до самого низкого с января уровня. Такие обстоятельства можно назвать «шотландским моментом» на рынке золота, так как любые признаки потенциального утвердительного ответа могут изменить настроения и направление торговли на рынке.

Мы предлагаем покупать опционколл с низкой дельтой и сроком истечения в декабре. В данном случае это опционколл по XAUUSD с ценой 1300 долларов за унцию, сроком истечения 12 декабря и стоимостью 8 долларов за унцию.

Максимальный убыток будет ограничен суммой премии.

«В случае утвердительного ответа на референдуме Национальному банку Швейцарии придется закупить значительные объемы золота»





Подъем формирующихся ЭКОНОМИК

«Эскалация конфликта с Россией может вернуть Еврозону
в состояние рецессии»

МАДС КОЙФОЙД,
руководитель отдела
макроэкономических стратегий





После трудного начала года потенциал крупнейшей экономики мира — американской — улучшился, и ожидается, что высокие темпы сохранятся в последнем квартале этого года и начале следующего года.

Экономика восстановилась после зимнего ослабления и улучшила динамику роста во втором квартале. Благодаря довольно высокому потреблению на бытовом уровне, возросшим инвестициям, в том числе на рынке жилья, а также умеренным государственным расходам рост экономики в четвертом квартале предположительно будет зафиксирован на отметке 3% по сравнению с предыдущим кварталом в годовом выражении.

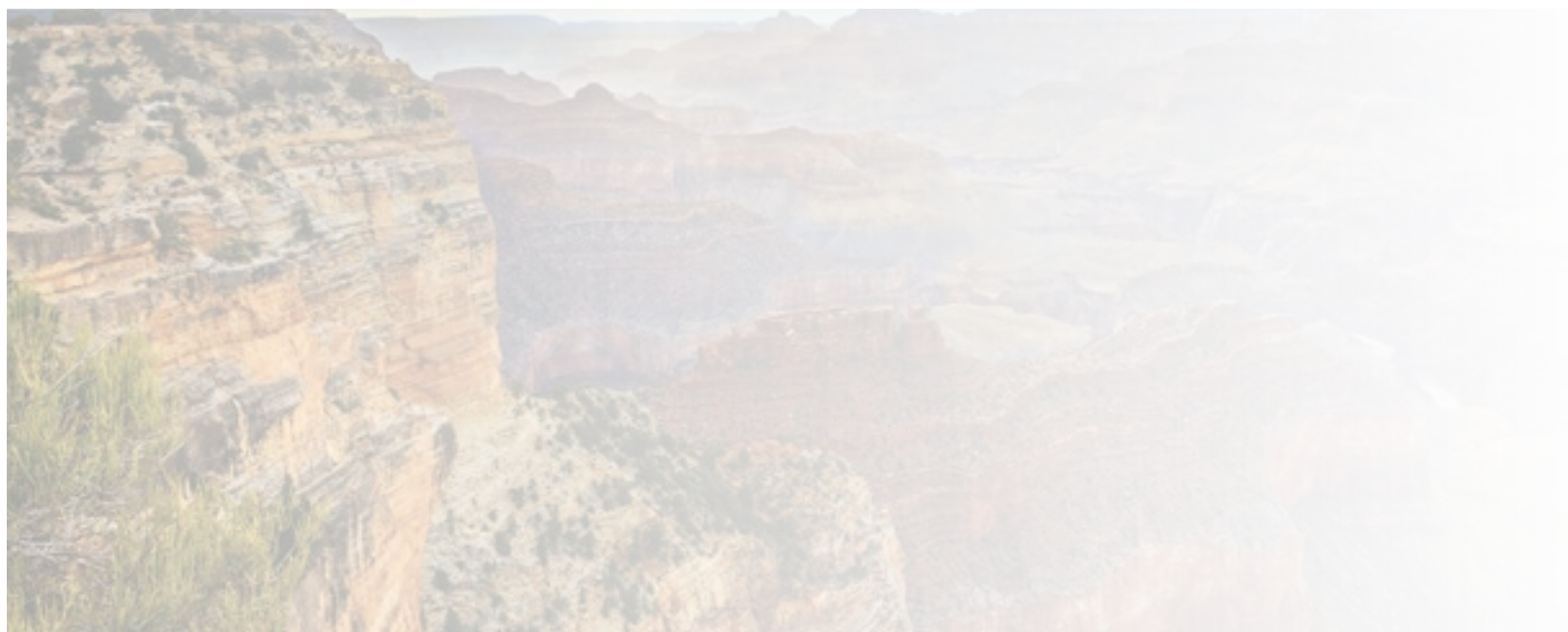
В результате по итогам всего года объем выпуска товаров и услуг увеличится на 2,2%, что существенно ниже прогнозов, которые мы давали в начале года. Уменьшение показателя роста во многом обусловлено снижением активности в связи с неблагоприятными погодными условиями в первом квартале.

Китай также, вероятно, продемонстрирует небольшой прирост в конце года после серии неутешительных экономических отчетов в летний период. В сентябре Народный банк КНР запустил так называемую программу фиксированного кредитования в объеме 500 миллиардов китайских юаней для крупнейших коммерческих банков, которая продлится до конца года.

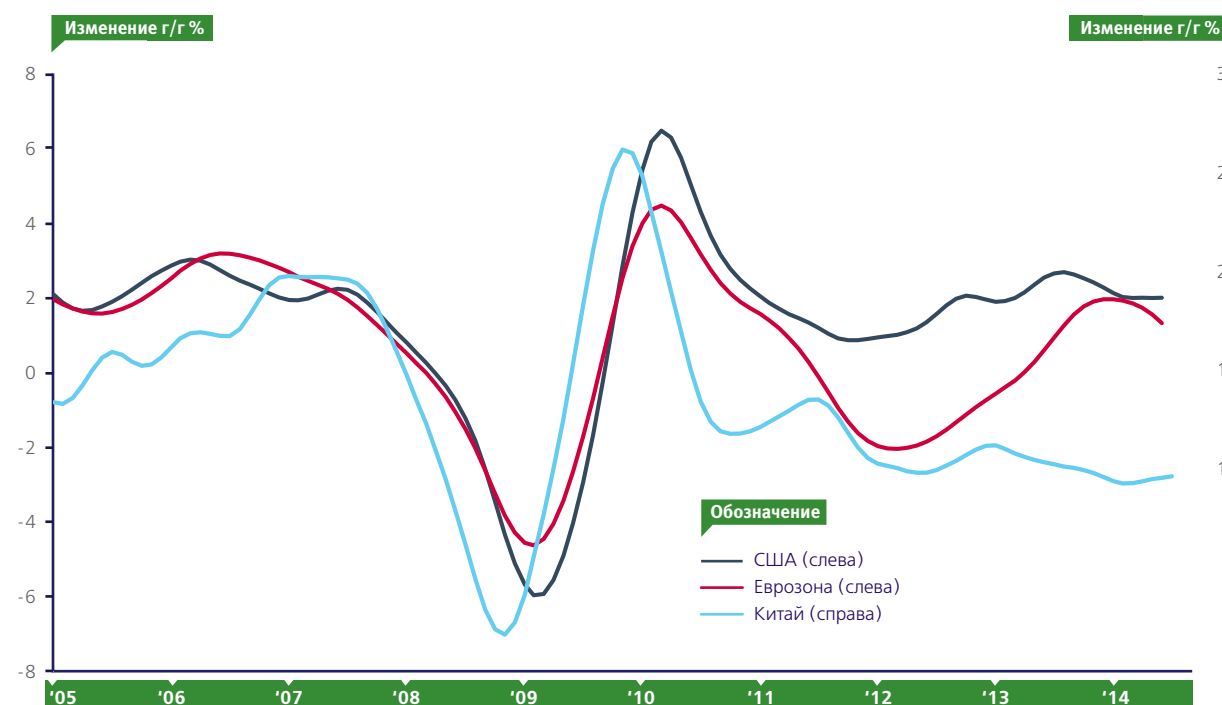
Прогноз роста ВВП в 2014 году на уровне 7,5%, объявленный правительством, может не оправдаться, поэтому нельзя исключать дополнительных мер по смягчению денежно-кредитных условий и новых стимулов до конца текущего года, но если они и будут, то в небольшом масштабе и с целевым назначением.

В Европе лучшие результаты продолжает показывать Великобритания, в то время как Еврозона застряла в болоте. Неутешительные прогнозы связаны с тем, что европейский частный сектор выводит заемные средства из собственного капитала, а правительства не могут стимулировать экономику, как они это делали в «золотые времена» перед кризисом суверенного долга.

Кроме того, отсутствие необходимых реформ в некоторых странах, в частности во Франции, только продлит период низких темпов роста. Эскалация конфликта с Россией также может вернуть Еврозону в состояние рецессии.



Мировые опережающие индикаторы ОЭСР



Источник: Bloomberg, Saxo Bank



Торговая стратегия 1: Покупайте на формирующихся рынках в условиях независимого роста — *контракт на разницу FM:arcx*

В последние месяцы развивающиеся экономики сбавили скорость, в частности Китай, который, наконец, признал, что может не достичь цели по росту на уровне 7,5%. Это подорвало интерес игроков к риску, и желание рисковать вряд ли увеличится, учитывая, что некоторые крупные страны, например США и Великобритания, готовы начать поднимать процентные ставки.

Ожидается, что на заседании 28-29 октября Федеральный комитет по операциям на открытом рынке отменит оставшуюся сумму покупок активов в размере 15 миллиардов долларов в рамках третьего этапа количественно-

го смягчения. После этого встанет вопрос о том, изменит ли ФРС свою позицию относительно «значительного периода времени» сохранения ставок на прежнем уровне, которой он придерживается с марта.

Одновременно участники рынка учитывают в ценах повышение процентной ставки в Великобритании на 0,5% в течение ближайшего года.

Формирующиеся рынки не так сильно связаны с основными экономиками и поэтому в меньшей степени подвержены влиянию отказа центральных банков США и Великобритании от политики денежных вливаний.

«Китай, наконец-то, признал, что может не достичь цели по росту на уровне 7,5%»



Добавим к этому прогнозы устойчивого роста формирующихся экономик в ближайшие годы и многообещающие фундаментальные факторы, включая дивидендную доходность на уровне 4,3%, соотношение цены и прибыли в размере около 15 и соотношение цены и денежного потока от операционной деятельности на уровне 8, несмотря на рост порядка 15% в этом году, и мы получим благоприятные условия для роста акций на этих рынках.

Покупайте активы на формирующихся рынках (например, используйте контракт на разницу FM:arcx) и ставьте цель на 40 долларов в течение квартала (подъем приблизительно на 4%) и на 45 долларов в течение 12 месяцев.



Торговая стратегия 2: Защита от рисков, связанных с оценкой качества активов, – опцион пут ATM по индексу Stoxx50 (страйк 3225, срок истечения – декабрь 2014 г., цена 101,10)

На четвертый квартал запланирована важная публикация долгожданного отчета ЕЦБ по результатам оценки качества активов, который должен дать исчерпывающее представление о состоянии банковского сектора Еврозоны.

Оценка качества активов должна быть сделана до того, как в ноябре ЕЦБ возьмет на себя полную ответственность за мониторинг финансовой стабильности банков в рамках Единого надзорного механизма (Single Supervisory Mechanism). Сейчас на рынке главная тема обсуждения — особенно сильная уязвимость банковского сектора Италии, но трудности испытывает не только эта страна.

Европейский фондовый рынок, представленный индексом EuroSTOXX 50, в этом году смог противостоять таким негативным факторам, как замедление темпов роста, геополитические волнения и неопределенность вокруг результатов оценки качества активов. Невзирая на все эти препятствия, он с начала года вырос почти на 5%.

На этом основании мы рекомендуем защититься от падения индекса EuroSTOXX 50, который на 27% состоит из акций финансовых компаний, купив опцион пут «при своих» (ATM) со сроком истечения в декабре 2014 года, со страйком на уровне 3225 и текущей ценой продавца в районе 101,10. Другими словами, торговая сделка будет стоить около 3%, и взамен вы получаете защиту от падения индекса EuroSTOXX 50 в случае, если результаты оценки качества активов окажутся более пессимистичными, чем ожидалось, или если ухудшится геополитическая обстановка.



«Сейчас на рынке главная тема обсуждения – особенно сильная уязвимость банковского сектора Италии»



Торговая стратегия 3: Пара доллар/иена опровергнет ожидания на фоне всплеска геополитической активности



В этом году курс доллара США к японской иене укрепился приблизительно на 3%, а в целом против основных торговых партнеров — на 5%. Такому движению способствовали ожидания того, что Федеральный комитет по операциям на открытом рынке готов выйти из программы количественного смягчения и начать повышать процентные ставки.

После того как в апреле Япония увеличила налог на потребление почти на три процентных пункта до 8%, экономике стало сложнее развивать восходящую динамику. В 2015 году налог должен вырасти до 10%, и мы не уверены, что Японии удастся «вырваться вперед», поэтому прогнозируем темпы роста на уровне 1% в следующем году (аналогично прогнозу на этот год).

Проблемы с дальнейшим развитием экономики уже спровоцировали разговоры на рынке о возможных новых мерах денежного стимулирования от председателя Банка Японии Харухико Курода (Haruhiko Kuroda) и его команды экспертов.

Принимая во внимание такие обстоятельства, сложно оправдать снижение курса доллара в паре с иеной, но при надлежащих мерах управления рисками мы видим основания для укрепления японской валюты. В последнее время курс американского доллара увеличился по отношению к большинству других валют на фоне возможных более решительных действий ЦБ в области денежно-кредитной политики.

Однако мы считаем, что это движение было слишком стремительным относительно процентных ставок и основано на действиях Федерального комитета по операциям на открытом рынке, которые были более скорыми, чем на то были основания, особенно с учетом того, что инфляция по-прежнему не может превысить целевую отметку на уровне 2%.

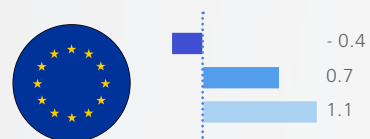
Кроме того, дополнительную поддержку иене в паре с долларом могут оказать такие факторы, как дальнейшее замедление роста на развивающихся рынках, эскалация геополитической напряженности, а также улучшение торгового баланса Японии, поскольку на фоне снижения валютного курса объемы экспорта увеличились.

Поэтому мы придерживаемся противоположной точки зрения на будущий курс доллар/иены и прогнозируем снижение. Сейчас валютная пара торгуется на уровне 108. Мы устанавливаем стоп на отметке 111, то есть чуть выше максимума 2008 года, и рассчитываем на достижение цены 103, где намерены фиксировать прибыль.

«Поэтому мы придерживаемся противоположной точки зрения по поводу дальнейшей траектории доллар/иены и прогнозируем снижение курса»



Рост ВВП в % за 2013, 2014* и 2015



▲ Сокращение мер экономии, рост частных и государственных расходов.

▼ Нехватка структурных реформ в некоторых странах. Геополитические проблемы могут подорвать экономическое развитие.



▲ Подъем мировой торговли. Небольшое смягчение условий налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики.

▼ Власти могут отказаться от масштабных стимулов в связи с волнениями по поводу роста кредитования.



▲ В целях остановки процесса экономического замедления власти могут ввести дополнительные стимулы с помощью инструментов монетарной и бюджетной политики.

▼ Недостаток структурных реформ.



▲ Высокие темпы роста частного сектора. Правительство продолжает оказывать посильную помощь.

▼ Ощутимое замедление жилищного сектора.



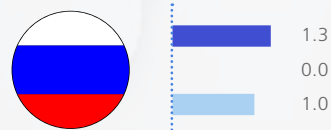
▲ Увеличение вклада потребителей в рост экономики. Нарастание инвестиций.

▼ Более сильное, чем ожидалось, замедление активности в жилищном секторе.



▲ Сокращение усилий по экономии, увеличение потребительской активности и рост торговли.

▼ Напряженная геополитическая обстановка.



▲ Подъем внешней торговли и рост цен на энергоресурсы.

▼ Недостаток реформ, снижение цен на сырьевые товары, напряженная геополитическая обстановка.

Обозначение

■ Рост ВВП в 2013

■ Рост ВВП в 2014

■ Рост ВВП в 2015

▲ Плюсы

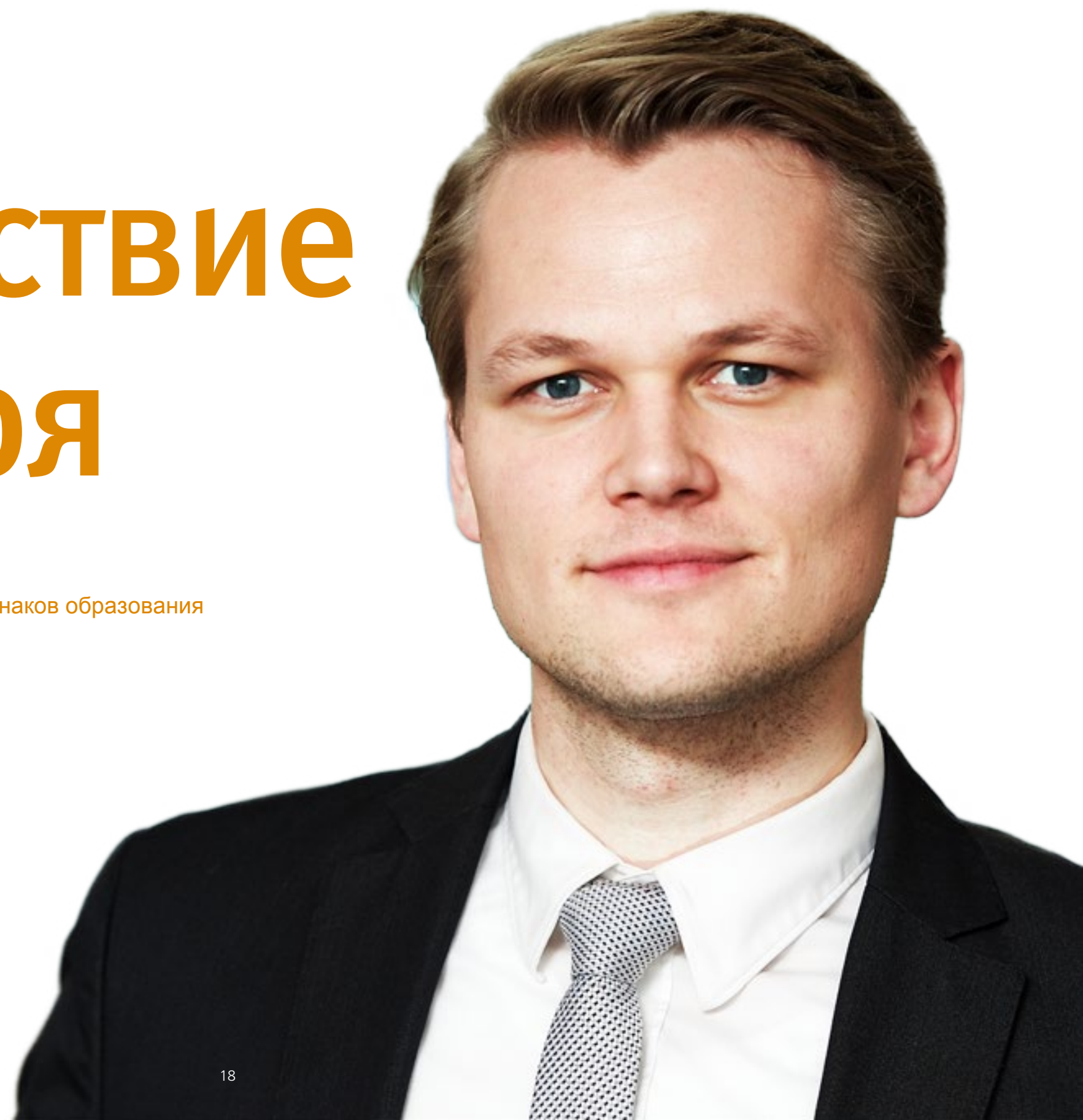
▼ Минусы

*ВВП (валовой внутренний продукт) — реальное изменение в процентах по сравнению с предыдущим годом и с поправкой на инфляцию. Результат за 2013 год указан фактический/расчетный, результаты за 2014 и 2015 год — прогнозные.



Отсутствие пузыря

«Цены на акции справедливые, признаков образования пузыря нет»



ПИТЕР ГАРРИ,
руководитель отдела
фондовых стратегий

О чем говорит нам оценка мирового фондового индекса MSCI World Index в преддверии 2015 года?

На основании шести параметров оценок, используемых с 1996 года, индекс торгуется на 0,2 стандартных отклонения ниже среднего исторического значения, несмотря на впечатляющую динамику последних нескольких лет.

С начала года индекс вырос на 4%.

В настоящий момент торговля по индексу MSCI World Index проходит при соотношении цены и прибыли на уровне 18,1x по сравнению с 18,7x в третьем квартале. Среднее с 1996 года значение по этому параметру равно 21,3x.

Динамичная дивидендная доходность сейчас составляет 2,5% по сравнению со средним значением на уровне 2,2%. Таким образом, цены на акции справедливые, и признаков образования пузыря нет. С учетом низких процентных ставок и продолжающегося роста мировой экономики акции остаются самым привлекательным классом активов.

В нашем прогнозе на четвертый квартал мы предлагаем три торговые стратегии на фондовом рынке, которые вписываются в наше общее представление о мировом рынке, а также направят ваш интерес на страны, секторы и акции, наиболее оптимальные в текущих обстоятельствах.

Мы рекомендуем покупать активы в американской отрасли природного газа после падения с максимумов на 21% в июне, продавать индийские активы в связи с неоправданно высокой оценкой стоимости и возможными негативными экономическими сюрпризами и покупать акции Goldman Sachs на фоне роста американской экономики и активности на рынках капитала.

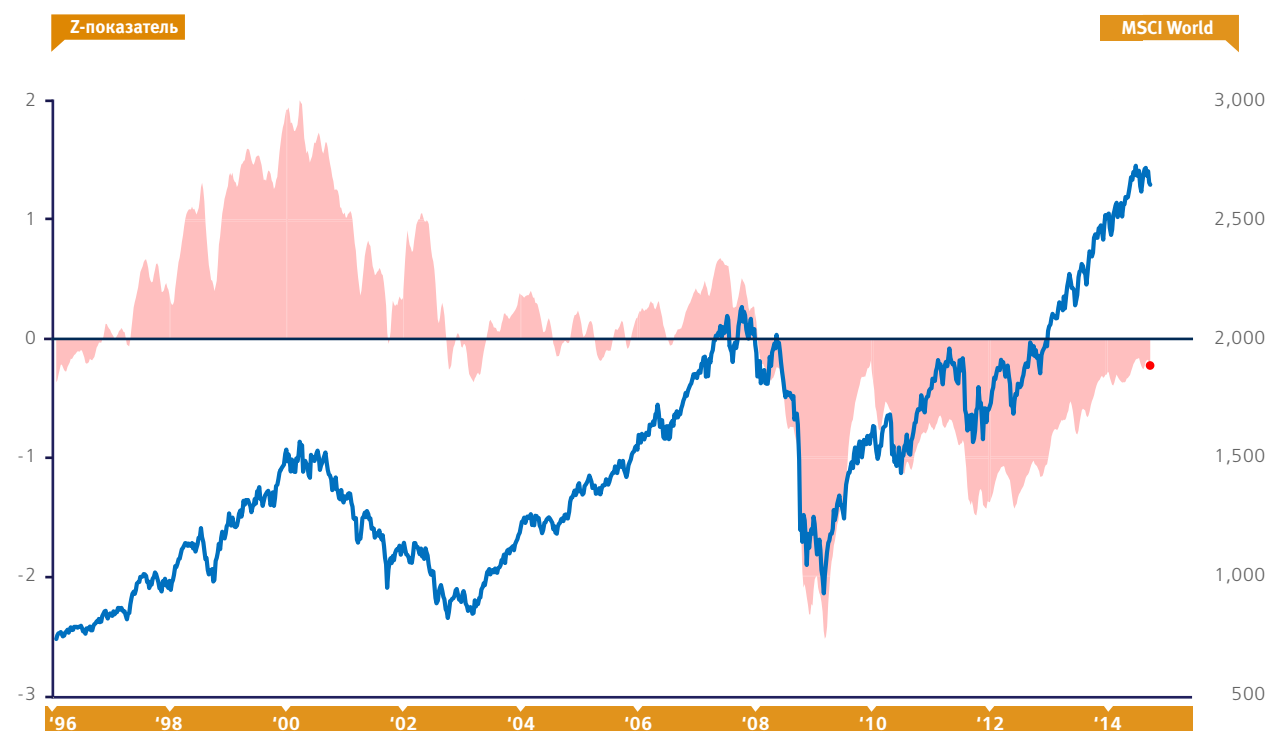
Если посмотреть на торговые стратегии, которые мы предлагали в прошлом квартале, то рекомендация покупать акцию компании Petrobras оказалась правильной: цена выросла на 19% в бразильских реалах (по состоянию на 22 сентября). С акцией китайской компании

Sinopres расчет оказался не таким точным, так как акция подешевела на 5% в гонконгских долларах (по состоянию на 23 сентября).

Тем не менее, в начале сентября акция Sinopres продемонстрировала рост на 11% по итогам квартала.

Наш прогноз в секторе солнечной энергии имеет более долгосрочный структурный характер, однако биржевой индексный фонд Guggenheim Solar Energy Index ETF (TAN:arxh) по итогам квартала понизился на 5% в американских долларах (по состоянию на 22 сентября).

Индекс MSCI World и исторические показатели



Источник: Bloomberg, Saxo Bank

i) Z-показатель – это скользящий Z-показатель за 4 недели по шести различным критериям

ii) MSCI World – индекс валового дохода в долларах США

Торговая стратегия 1: Покупайте активы в американском секторе природного газа – контракт на разницу FCG:arcsx



Цена акции индексного фонда First Trust ISE-Revere Natural Gas Index Fund с июля 2013 года

В третьем квартале индекс газового сектора ISE-Revere Natural Gas Index понизился на 21% под влиянием падения цен на природный газ в США с июньского максимума 4,76 доллара за миллион БТЕ до приблизительно 3,94 доллара за миллион БТЕ.

Этот индекс отслеживает 27 акций, большинство из которых находятся в тесной связи с отраслью природного газа Северной Америки. Здесь главными действующими факторами выступают погода, переход с одного вида топлива на другой и состояние экономики.

Резкое падение в третьем квартале соответствует 1,5 стандартным отклонениям по сравнению с последними 60 кварталами и представляется неожиданным, в особенности потому, что оно не вызвано уменьшением экономической активности, как это было в третьем квартале 2011 года и третьем-четвертом квартале 2008 года, когда индекс отметился падением подобного масштаба.

Мы ожидаем роста спроса на природный газ на фоне укрепления экономики США и, как следствие, повышения цен. Такой прогноз на четвертый квартал также основан на ожиданиях сильного похолодания в Северной Америке в начале зимы.

Мы полагаем, что после периода снижения инвесторы пересмотрят цены в американской газовой отрасли. Среднее форвардное значение EV/EBITDA в перспективе 12 месяцев равно 5,8х по сравнению со средним для этой отрасли показателем с 2007 года на отметке 5,4х.

Таким образом, наша торговая стратегия заключается в том, чтобы покупать активы в американской отрасли природного газа через биржевой индексный фонд First Trust ISE-Revere Natural Gas Index Fund (FCG:arcsx) со стопом на уровне 17 долларов.

«Мы ожидаем роста спроса на природный газ на фоне укрепления экономики США и, как следствие, повышения цен»

Торговая стратегия 2: Продавайте индийские активы — контракт на разницу INR:xpr



Фондовый рынок Индии вырос на 35% (в евро) на благоприятной информационной и макроэкономической почве, включая победу на выборах выгодного рынкам премьер-министра Нарендра Моди.

После выборов инвесторы вздохнули с облегчением в ожидании лучших времен и широкомасштабных реформ. Они учли в ценах все мыслимые положительные в стратегическом плане последствия в Индии.

Однако наша модель оценки стоимости акций по странам ставит индийский фондовый рынок в категорию самых дорогих в мире, так как текущее соотношение рыночной цены и балансовой стоимости на уровне 2,9х не оправдано с учетом ожидаемой прибыли на акционерный капитал среди национальных компаний.

Индийский фондовый рынок вырос под влиянием эйфории в рядах руководителей бизнеса и инвесторов, но в сентябре стали поступать сигналы об ухудшении потенциала.

Мы прогнозируем, что решительный настрой ФРС США на ужесточение политики может вызвать распродажу рискованных активов в Индии. Другим фактором риска для Индии является замедление роста экономики в Китае, так как это подрывает интерес к фондовым активам на развивающихся рынках в целом.

Таким образом, мы намерены продавать акции индийских компаний через биржевой индексный фонд Luxor ETF MSCI India (INR:xpr) со стопом на уровне 13,50 евро, так как цена выше этого уровня может сигнализировать об усилении восходящей динамики.

Мы ожидаем, что ETF вернется к уровню 12 евро. Поскольку индийская рупия не подлежит хеджированию, торговая сделка предусматривает валютный риск с учетом того, что индексный фонд оценен в евро. Таким образом, эта стратегия также косвенно рассчитана на укрепление курса евро.



Цена акции индексного фонда Luxor ETF MSCI India с июля 2013 года

«Решительный настрой ФРС США на ужесточение политики может вызвать распродажу рискованных активов в Индии»

Торговая сделка 3: Покупайте акцию Goldman Sachs – контракт на разницу GS:xnys

Американские компании, занимающиеся брокерскими и дилерскими услугами, выросли на 14% по сравнению с минимумами апреля благодаря восстановлению активности на рынках капитала после периода низкой волатильности во всех классах активов.

В итоге этот сегмент американского фондового рынка показал один из лучших результатов за последние три месяца.

В сентябре уровень волатильности поднялся выше среднего значения прошлого года, что должно оказать поддержку торговой активности на фондовом рынке. IPO компании Alibaba положило конец трехмесячному застою в сфере предложений новых акций, и будущее снова заиграло яркими красками.

В плане сделок по слияниям и поглощениям во втором и третьем кварталах этого года была зафиксирована самая высокая активность со второго квартала 2007 года, на который пришелся пик последнего подъема в этой сфере.

Все эти тенденции должны поспособствовать дальнейшему росту акций брокерских и дилерских компаний США в четвертом квартале.

В списке рекомендаций по покупке акций североамериканских компаний, публикуемом каждый понедельник, мы выделяем акции Goldman Sachs как самые многообещающие в брокерском и дилерском секторе США на основании высоких показателей франшизы и роста чистой выручки во втором квартале на 6% в годовом выражении, который превосходит рост выручки компании Morgan Stanley.

В условиях низкой волатильности рентабельность капитала в этом бизнесе на уровне 10,9% по результатам второго квартала выглядит достойно.

Также напомним, что финансовый рычаг компании меньше, чем до финансового кризиса. Любое значимое восстановление волатильности пойдет на пользу стоимости акции.

Ставка на Goldman Sachs — это в целом ставка на рост американской экономики, которая, несмотря на неблагоприятные погодные условия в первом квартале, смогла увеличить темпы развития во второй половине года. Ценовая динамика акций выглядит устойчиво на фоне хорошего потенциала, который развился после восстановления от минимумов в апреле.

Таким образом, мы собираемся открывать длинную позицию по акциям Goldman Sachs на условиях предполагаемого роста волатильности, улучшения состояния американской экономики и увеличения активности на рынках капитала. Мы покупаем контракт на разницу GS:xnys со стопом на уровне 175 долларов.

«IPO компании Alibaba положило конец трехмесячному застою в сфере предложений новых акций, и будущее снова заиграло яркими красками»



Цена акции Goldman Sachs с июля 2013 года



Диверсификация вознаграждается

«Мы не хотели бы класть все яйца в одну корзину и делать ставку исключительно на восстановление экономики США»

ДЖОН ХАРДИ,
глава отдела стратегий
на валютном рынке





К началу последнего квартала этого года любители следовать за трендом оказались в весьма комфортных условиях, поскольку доллар США развивает устойчивое и эффективное ралли от летних минимумов. Если главный драйвер этого роста – очевидная и активная дивергенция курсов монетарной политики Центробанков – останется в силе в течение 4-го квартала, долларовые быки смогут почивать на лаврах весь остаток года.

Данный сценарий предполагает, что исступленные ожидания повышения ставок Федрезерва станут еще более исступленными на волне улучшения макроэкономических показателей США, в то время как ЕЦБ возьмет курс в противоположном направлении, на количественное смягчение, а Банк Японии снова займется печатанием денег.

Однако мы опасаемся, что рынок, возможно, возлагает на экономику США слишком большие надежды, а также уже существенно заложил в цены относительно «ястребиный» настрой ФРС (по крайней мере, на валютных рынках, а, вероятно, и в кривую форвардных ставок). В этой связи мы не хотели бы класть все яйца в одну корзину и делать ставку исключительно на восстановление экономики США – вместо этого мы предпочтем более осторожный и дифференцированный подход.

Для этого нам потребуется рассмотреть варианты торговой стратегии в контексте таких факторов, как риски со стороны чрезмерно высоких уровней долга, продолжающих повсеместно подрывать потенциал экономического восстановления, а также вероятного снижения доходности облигаций.

Прощаясь с 3-м кварталом, очень важно рассмотреть возможные сценарии, потенциально способные вызвать сильную ответную реакцию рынка или идущие вразрез с консенсус-прогнозами рынка. Предлагаем вам ознакомиться на пороге 4-го квартала с несколькими идеями.

– Сворачивание Федрезервом политики количественного смягчения (вне зависимости от ожиданий повышения ставок) – это серьезный политический шаг, в итоге негативно влияющий на ситуацию с ликвидностью на мировых рынках. На октябрьском заседании по монетарной поли-

тике FOMC объявит о полном прекращении раздувания размера активов на своем балансе. Или все уже забыли о вспышке страстей на развивающихся рынках в 2013 году, порожденной именно темой сворачивания QE? Для рынков активов постепенное сворачивание программы ФРС может оказаться наглядным примером притчи о лягушке, которая, если бросить ее в кипяток, выпрыгнет из котла, но останется в нем, если опустить ее в холодную воду и начать медленно ее нагревать, она будет смирно сидеть в котле, пока не сварится заживо.

– Мой любимый вопрос, которым я задаюсь, размышляя о 4-м квартале, звучит следующим образом: а что если ЕЦБ не перейдет непосредственно к политике полноценного QE (как свято верят рынки)? По этому вопросу внутри ЕЦБ сформировалась сильная оппозиция, возглавляемая Бун-

“Мы не хотели бы класть все яйца в одну корзину и делать ставку исключительно на восстановление экономики США”

десбанком Германии. Кроме того, власти Германии решительно выступают против прямых покупок Центробанком суверенного долга, поскольку это является финансированием дефицита госбюджетов стран-участниц еврозоны. Также можно задуматься над тем, что произойдет, если масштабы операций целевого долгосрочного рефинансирования ЕЦБ и покупок обеспеченных активами ценных бумаг не оправдают ожиданий рынка, в то время как в умах инвесторов забрезжит понимание того, что на пре-



одоление препятствий на пути к QE может потребоваться гораздо больше времени? Более медленное, чем ожидалось, расширение баланса ЕЦБ может замедлить снижение евро, а может и обусловить его укрепление против ослабленных представителей рынка, если разочарованные спекулятивные игроки по евро столкнутся с ростом волатильности (которая традиционно неблагоприятно отражается на carry trade).

– Сырье демонстрирует слабые показатели, а доходность облигаций уже находится на очень низких уровнях, и для меня это является указанием на сильную обеспокоенность рынка уровнем мирового спроса и потенциалом роста мировой экономики (не говоря уже о перспективах дезинфляции/дефляции). Что касается валют, мне кажется, что рынки слишком поздно обнаружили, что к началу 4-го квартала мы приблизились к многолетним максимумам по ключевым сырьевым индексам и что сырьевые валюты обладают обширным потенциалом дальнейшего снижения в следующем квартале на фоне низких цен на сырье. Соответственно, все наши трейдеры продают сырьевые валюты, причем даже если цены на сырьевые товары восстановятся, такие валюты, как ZAR, могут не оправиться в полной мере (в зависимости от других обстоятельств). Тем временем, рынок по-прежнему недооценивает влияние импорта очень низких процентных ставок и дефляционных рисков, и, судя по текущему позиционированию, не готов столкнуться с их последствиями. Именно этот последний фактор обусловил появление нашей рекомендации на покупку опциона пут по CADJPY (см. ниже).

Торговая стратегия 1: Покупка USDZAR.

Цель: 12.00+, стоп на 10.70

Эта торговая стратегия, учитывающая вероятность зарождения второй волны страхов перед последствиями сворачивания QE, подобно той, что мы уже наблюдали в мае 2013 года, когда развивающиеся рынки и валюты вошли в крутое пике от одного только упоминания тогдашним главой ФРС Бернанке самой мысли о том, что когда-нибудь Центробанку придется замедлить темпы покупок активов.

Безусловно, тщательно обвешанное предупредительными флажками сворачивание QE и фраза о «существенном периоде времени», которое пройдет до первого повышения ставки, позволили рынкам заранее заложить в цены ожидания этого события и сохранять оптимизм в отношении того, что все пройдет гладко. Однако длинная позиция по USDZAR покрывает два сценария: во-первых, она предусматривает вероятность усиления волатильности в случае, если ФРС перенесет повышение ставки на более раннюю дату, и рынок будет закладывать в цену более стремительный отказ от аккомодации. Второй сценарий относится просто к любому бегству от рисков.

Мы выбираем ZAR в паре с долларом, поскольку валюты экономик, сильнее прочих уязвимых перед падением цен на сырье и слабыми показателями баланса текущих операций, могут резче остальных сдать позиции в случае нового всплеска волатильности.

В этой связи стоит отметить, что Южная Африка испытывает серьезные проблемы с дефицитом своего баланса текущих операций, и в предстоящие месяцы USDZAR может продвинуться к отметке 12 или 13 или даже выше.



USDZAR: USD может укрепиться в парах с валютами развивающихся рынков в результате реализации двух сценариев: во-первых, речь идет о варианте с исключительно сильными макроэкономическими показателями США, что обусловит рост ставок и ожиданий более раннего срока повышения ставки ФРС и более агрессивного процесса ужесточения. Этот вариант, а также сценарий любого развития бегства от рисков,

скорее всего, ударят по уязвимым экономикам и валютам развивающихся стран. Тем временем, агрессивные продажи USDZAR могут начаться, если перспективы сворачивания Федрезервом аккомодации останутся неизменными (или даже будут пересмотрены на понижение), а ставки будут держаться на низких уровнях, в то время как интерес рынка к риску снова вырастет.

Торговая стратегия 2: Продажа CADJPY через опцион пут 96.00, со сроком истечения в середине или конце января 2015. Цель: снижение цены спот CADJPY под 94.00



Это хеджирование против двух рисков. Во-первых, если в 4-м квартале экономика США утратит импульс роста, перспективы Канады только ухудшатся ввиду ее тесных связей с влиятельным южным соседом, а также с учетом того, что в прошлом квартале уже отмечались признаки, свидетельствующие, что приличные показатели CAD во многих кроссах были обусловлены укреплением USD.

С другой стороны, JPY будет преуспевать, нагревая руки на любом ослаблении экономики США и возникшей у ФРС необходимости вновь задействовать сдерживающую риторику.

Однако даже если фундаментальные показатели США сохранят в 4-м квартале относительно приличную динамику, имеет смысл задаться вопросом: а не сможет ли иена резко укрепиться в случае, если процентные ставки продолжают снижаться, в то время как тяга инвесторов к риску окажется под давлением высокой волатильности.

Еще одним бонусом может стать обеспокоенность японских властей тем, что обесценивание JPY происходит слишком стремительно и слишком масштабно. И, наконец, следует учесть, что в цены по CAD пока еще очень слабо заложены последствия существенного падения цен на нефть в последние несколько месяцев.

CADJPY: Это ловушка для медведей по JPY? Делая ставку на снижение пары, мы хеджируем риски возможной пробуксовки восстановления экономики США в 4-м квартале, что отразится на состоянии ее сателлита – Канады. Кроме того, рост рыночной волатильности может означать, что недавние агрессивные продажи JPY являются ловушкой для медведей, поскольку снижение процентных ставок и потенциальное ослабление интереса к риску могут обусловить в 4-м квартале резкий рост иены.

«Если в 4-м квартале экономика США утратит импульс роста, перспективы Канады только ухудшатся»

Торговая стратегия 3: Покупка EURAUD.

Цель: 1.5500, стоп ниже 1.4200

Покупка евро? Да как такое вообще возможно? Я не являюсь фанатом единой валюты, и прогнозы сулят ей снижение в предстоящие месяцы.

Однако есть два фактора риска, сопряженного с короткими позициями по евро в последнем квартале этого года. Первый из них неотрывно связан с угрозой, которую содержит в себе массивная спекулятивная позиция и которая даст о себе знать, если ЕЦБ не удастся расширить размер своего баланса так агрессивно, как все надеялись. Тогда станет очевидно, что на пути к полноценному QE Центробанк подстерегает гораздо больше препятствий, чем предполагается на данный момент.

Второй – и, вероятно, не менее важный – связан с тем, что многие используют евро в рамках спекулятивной торговли carry, продавая его против более классических «высокорисковых» и высокодоходных валют.

Если в 4-м квартале на рынках рискованных активов будет неспокойно – что произойдет впервые за долгое время, поскольку на этом фронте царит невероятное затишье – рынок может начать ликвидацию части позиций carry trade, включая EURAUD и даже EURNZD.

EURAUD: После эффектного ралли, начавшегося от минимумов середины 2012 года, в этом году EURAUD преимущественно активно продавался, поскольку политика ЕЦБ спровоцировала всплеск торговли carry trade, в рамках которой евро использовался как валюта фондирования. Однако волатильность – проклятие для стратегии carry trade, и сентябрьское заседание ЕЦБ обусловило интересный разворот после резкой начальной реакции рынка, отправившей кросс к новым минимумам. Если цена удержится над отметкой 1.4200, возможен рост до ключевого уровня 1.5000, поддерживаемый устойчивостью евро вкупе с ослаблением AUD, спровоцированным снижением цен на сырье и тревогой инвесторов по поводу состояния китайской экономики и возможного взрыва пузыря на рынке жилья Австралии.



«Существуют два фактора риска, сопряженного с короткими позициями по евро в последнем квартале этого года»

ЗАЯВЛЕНИЕ О НЕЗАВИСИМОМ ИНВЕСТИЦИОННОМ ИССЛЕДОВАНИИ

Настоящее инвестиционное исследование не было подготовлено в соответствии с юридическими требованиями, направленными на продвижение независимости инвестиционного исследования.

Также оно не подпадает под запрет на дилинг до распространения инвестиционного исследования. Компания Saxo Bank A/S, ее филиалы или сотрудники могут предоставлять услуги, привлекать клиентов, держать длинные или короткие позиции или совершать иные операции с инвестициями (включая производные инструменты) любого из упомянутых здесь эмитентов.

Информация, содержащаяся в настоящем исследовании, не должна восприниматься как предложение (равно как приглашение делать оферты) на покупку или продажу любой валюты, продукта или финансового инструмента, осуществление любых инвестиций или приглашение к участию в любой торговой стратегии.

Настоящее исследование предназначено только для маркетинговых и/или информационных целей, и никто из сотрудников Saxo Bank A/S, его владельцев, представителей дочерних обществ и филиалов не ручается, не гарантирует и не берет на себя никакой ответственности за точность или полноту представленной здесь информации. При подготовке данного материала Saxo Bank не учитывал инвестиционные задачи, конкретные инвестиционные цели, финансовую ситуацию, а также особые потребности и запросы получателя, и представленная здесь информация не должна восприниматься как рекомендация получателю инвестировать или выводиться инвестиции определенным образом. Saxo Bank не несет ответственности за убытки, связанные с торговыми операциями, которые были совершены на основании предполагаемой рекомендации.

Все инвестиции сопряжены с рисками и могут привести как к прибыли, так и к убыткам. В частности, торговля продуктами с использованием кредитного плеча, включая, помимо прочего, иностранную валюту, производные инструменты и сырьевые товары, может носить крайне спекулятивный характер, поэтому убытки и прибыли могут подвергаться резким и быстрым колебаниям.

Спекулятивная торговля подходит не всем инвесторам, и все получатели данной информации должны тщательным образом оценить свое финансовое положение и воспользоваться услугами финансового консультанта (консультантов), чтобы осознать риски и убедиться в уместности своих намерений, прежде чем принимать решение об инвестировании, выводе инвестиций или осуществлении транзакции.

Любое упоминание о рисках в публикации не является и не должно рассматриваться как полное раскрытие информации о рисках или исчерпывающее описание та-

ких рисков. Любая публикация является выражением личного мнения автора и не всегда совпадает с мнением Saxo Bank. Все точки зрения и мнения могут меняться без уведомления (предварительного или постфактум).

Настоящее исследование ссылается на прошлые результаты. Прошлые результаты не могут служить надежным индикатором развития событий в будущем. Сведения о прошлых результатах, представленные в настоящем исследовании, не гарантируют их повторения в будущем.

Компания не делает заявлений о том, что инвестиция приведет или может привести к прибылям или убыткам, аналогичным тем, что были получены в прошлом, а также о том, что удастся избежать существенных потерь.

Утверждения в настоящем исследовании, которые не являются историческими фактами и которые можно отнести к данным, полученным в результате моделирования оценки прошлых результатов или будущих показателей, основаны на текущих ожиданиях, оценках, прогнозах, мнениях и представлениях сотрудников Saxo Bank Group. Такие утверждения сопряжены как с известными, так и с неизвестными рисками и другими факторами неопределенности, на которые не следует чрезмерно полагаться.

Кроме этого, настоящее исследование может содержать «утверждения прогнозного характера». Фактические события или результаты могут существенно отличаться от событий и результатов, представленных и предусмотренных в таких утверждениях прогнозного характера.

Этот материал является конфиденциальным и не предназначен для копирования, распространения, публикации и полного или частичного воспроизведения или передачи получателем любому другому лицу.

Информация и мнения, изложенные в настоящем исследовании, не подлежат распространению или использованию любыми лицами в какой-либо юрисдикции или стране, где такое распространение или использование противоречит закону. Информация, представленная в настоящем документе, не направлена и не предназначена для использования «резидентами США» в соответствии с Законом США о ценных бумагах от 1993 года с изменениями и дополнениями и Законом США о ценных бумагах и биржах от 1934 года с изменениями и дополнениями.

Настоящее заявление об ограничении ответственности следует рассматривать вместе с полным заявлением об ограничении ответственности Saxo Bank, с которым можно ознакомиться на сайте www.saxobank.com/disclaimer.

