

Квартальный прогноз

SAXO
BANK

3-Й КВАРТАЛ 2012 Г.

РЫНОЧНЫЕ КОММЕНТАРИИ

ОТРИЦАТЬ ИЛИ МЕНЯТЬ
стр. 4

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ ОБЗОР

2011 ДЕЖАВЮ
стр. 8

ОБЗОР РЫНКА АКЦИЙ

САМЫЙ НЕЛЮБИМЫЙ КЛАСС АКТИВОВ
стр. 11

ОБЗОР ВАЛЮТНОГО РЫНКА

ВОЗВРАЩЕНИЕ К ВЫСОКОМУ КУРСУ ДОЛЛАРА
стр. 15

МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА

ОСНОВНЫЕ ЦЕНТРАЛЬНЫЕ БАНКИ
стр. 20

РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

ОБЛИГАЦИИ СКАНДИНАВСКИХ СТРАН ОТРАЖАЮТ
ЧИСТОЕ СУМАШЕСТВИЕ
стр. 23

РЫНОК ВАЛЮТНЫХ ОПЦИОНОВ

ВОЗМОЖНОСТЬ ДЛЯ ЗАКУПКИ?
стр. 25

ПРОГНОЗ ПО АЗИИ

НАСТУПИТ ЛИ В АВСТРАЛИИ ИЛИ КИТАЕ СТАДИЯ
ОТРИЦАНИЯ?
стр. 26

ПРОГНОЗ ПО ТОВАРНО-СЫРЬЕВОМУ РЫНКУ

стр. 27



Время принимать решение: реальные перемены или снова отрицание?

Для анализа такого кризиса, который мы сейчас наблюдаем в Европейской банковской и долговой сфере, мы предлагаем использовать трехфазную модель кризиса, состоящую, соответственно, из фазы отрицания, протеста и требования изменений.

До настоящего момента ЕС находился в первых двух фазах кризиса и пока еще не готов перейти к фазе требования перемен. Колебания между стадиями отрицания и протеста будут продолжаться немного дольше, но будем надеяться, в какой-то момент в третьем или четвертом квартале отсутствие планов трансформируется в реальные изменения. Бездействие в Азии, Европе и США в последнее время повышает вероятность такого развития событий, так как двойное падение на фоне продолжения игры «продлевай и притворяйся» в скором времени изживет себя.

Хотя краткосрочные последствия этого кризиса могут выглядеть устрашающе, реальные требования перемен пойдут на пользу экономике, так как они принесут с собой мощное, устойчивое, V-образное восстановление от низшей точки, что будет резко контрастировать с текущим положением вещей.

С макроэкономической точки зрения этот кризис имеет простое решение: необходимо предоставить микроэкономике стимулы для инвестирования и производства и признать тот факт, что план роста должен быть подкреплен безопасностью, возможностями для получения образования, качественной системой здравоохранения, ликвидными рынками капитала и разумными налогами. В настоящий момент власти делают обратное: ужесточают регулирование, налоги и меры жесткой экономии, а также сокращают расходы на здравоохранение и образование.

Я надеюсь, что требование перемен придет в наши проблемные экономики и замученные общества в ближайшее время, поскольку оттягивание этого момента будет означать крайнюю форму отрицания.



СТИН ЯКОБСЕН
ГЛАВНЫЙ ЭКОНОМИСТ



МАДС КОФОЭД
РЫНОЧНЫЙ СТРАТЕГ



ПИТЕР ГАРНРИ
СПЕЦИАЛИСТ ПО ФОНДОВЫМ РЫНКАМ



ДЖОН ДЖ. ХАРДИ
ГЛАВА ОТДЕЛА ВАЛЮТНЫХ СТРАТЕГИЙ



НИК БИКРОФТ
СТАРШИЙ КОНСУЛЬТАНТ ПО РЫНКАМ



АНДРЬЮ РОБИНСОН
ВАЛЮТНЫЙ СТРАТЕГ



ОЛЕ СЛОТ ХЭНСЕН
ДИРЕКТОР ОТДЕЛА CFD И ЛИСТИНГОВЫХ ПРОДУКТОВ

РЫНОЧНЫЕ КОММЕНТАРИИ: ТРЕТИЙ КВАРТАЛ – ОТРИЦАТЬ ИЛИ МЕНЯТЬСЯ?

«Задержка - это худшая форма отрицания.»
К. НОРСКОТ ПАРКИНСОН

При рассмотрении кризиса, подобного кризису банковской системы и государственного долга в Европе, мы будем работать с трехфазной моделью. Вот эти фазы: Отрицание, Протест и Потребность в переменах.

1. Отрицание. На первом этапе кризиса, как правило, во всем виноват кто-то еще, а политики и ведущие банкиры считают, что решение заключается в использовании дополнительных стимулов и послаблений. Все считают фактически структурную проблему просто цикличной. Лидеры государств обвиняют Грецию и Германию и делают все, что угодно, только не предлагают реальные пути изменения ситуации. Наблюдается также и полное отрицание масштаба проблемы.
2. Протест. Когда после фазы отрицания не наступил “лучший день”, появляется протест против отсутствия каких-либо результатов. Политики отчаиваются, начинают копать еще глубже в ящике специальных денежных инструментов и нарушают международное право, при этом делая вид, что ничего не произошло. Избиратели своими голосами снимают должностных лиц с их мест и заменяют их представителями оппозиции, которые удваивают усилия по сохранению лица и притворяются, что все еще остается надежда на то, что болезненных реформ можно избежать. Ведется активная деятельность, но проблемы не решаются, а попытки найти решение только увеличивают масштаб необходимых изменений.
3. Потребность в переменах. После того как все традиционные и нетрадиционные попытки по урегулированию кризиса потерпели неудачу, поскольку они не учитывали истинный масштаб проблемы, политики и государственные деятели, стоя на краю пропасти, вынуждены принимать реальные меры в эко-

номической и социальной сфере. Явная неудача всех предшествующих попыток что-то изменить прокладывает дорогу необходимости фактических структурных изменений.

Последний случай политической потребности перемен был в мае 1979 года при премьер-министре Маргарет Тэтчер. Тридцать три года назад, или, что не случайно, примерно одно поколение назад, она взялась за “больного человека Европы”, за Великобританию с ее высоким уровнем безработицы, растущей инфляцией, слабыми позициями фунта стерлингов, неконкурентной экономикой и неэффективной рабочей силой, постоянно прозябающей в забастовках профсоюзов.

До сих пор ЕС находился на первом и втором этапе кризиса, и потребность перемен еще только должна была проявиться. Но она появится и, скорее всего, еще до конца этого года. К сожалению, потребность перемен возникает только после того, как были совершены политические ошибки, и случился распад системы, а не благодаря некому просветлению.

Хотя краткосрочные перспективы текущего кризиса могут показаться довольно пугающими, потребность перемен принесет только пользу, поскольку она, скорее всего, приведет к устойчивому возвращению к докризисному уровню из самой нижней точки по сравнению с сегодняшней ситуацией.

Мы твердо убеждены в том, что через год, два или, может быть, пять лет фондовый рынок и мировая экономика будут в лучшем состоянии, но это произойдет только, если мы достигнем нижней точки, желательно уже в 2012 году. Отсутствие действий в Азии, Европе и США в последнее время только увеличивает вероятность этого, так как упорные ставки политиков на то, чтобы «сохранить лицо», скоро исчерпают себя.

В начале второй половины этого года правительства явно собираются снова проводить старую политику, то есть применять налогово-бюджетное

стимулирование, расширять баланс центрального банка и продолжать снижать процентные ставки. Результат будет таким же, как и в первый раз, но ситуация только ухудшится, ведь умножая ноль на ноль, мы всегда получим ноль. Но это может оказаться хорошей новостью, если, наконец, приведет нас к осознанию, что такие методы просто не работают. В истории финансов только неудачи приводили к изменениям и новым начинаниям.

НОВЫЙ ПЛАН ДЕЙСТВИЙ

Конечно, нам нужен новый план действий, который будет фокусироваться на сильной стороне экономики, а именно – на микроэкономике. Нам необходимо расширить возможности для физических лиц и компаний, которые мыслят логически и нацелены на получение прибыли, чтобы они могли работать без каких-то строгих преград и ограничений доминирующего государственного сектора, который тратит все большую часть мировых кредитных ресурсов на погашение дефицита и поддержку несостоятельной банковской системы через субсидии и вмешательство в ее работу.

Входя в третий квартал 2012 года, мы можем сказать, что начало года было напряженным. В первом квартале на рынке произошел хороший старт, результаты которого были почти сведены на нет уже в мае. Забегая вперед, во второй половине года главным вопросом остается, будут ли политики, которые сейчас несут ответственность за девяносто процентов ценовых маневров капитала, продолжать работать в режиме отрицания, или они уже готовятся к переменам.

В Европе на этот вопрос уже был дан частичный ответ на последнем Саммите ЕС, прошедшем в июне в Брюсселе. “Что касается долгового кризиса в ЕС, мы разработали временной план, в соответствии с которым мы собираемся создать новый план действий для будущего Европы в октябре 2012 года”. Учитывая, как близко к краю пропасти мы были совсем недавно, просто уму непостижимо, как ЕС продолжает отрицать тот факт, что периферийные страны рискуют оказаться несостоятельными,

если продолжат двигаться по прежней траектории. При этом никто до сих пор не наметил надежный путь вперед, полагая, что недостаток времени в нашем случае не является насущным вопросом. Саммит ЕС был еще одной порцией пустопорожней болтовни, и не привел ни к каким действиям, что слишком похоже на полное отсутствие строгих мер, дефицит налоговых поступлений и никакой отчетности для стран, которые контролируются “Тройкой” (три международные организации, кредиторы, занимающиеся проблемой Греции, Еврокомиссия, МВФ и ЦБ Европы).

МИНИ-СОВЕЩАНИЕ КАРДИНАЛОВ

В сущности, это примерно все те же пустые отговорки ЕС, которые мы слышим раз в квартал, год за годом, но почему-то в этот раз эта встреча немного отличалась от других и закончилась тем, что была названа “мини-совещанием Кардиналов”. Канцлер Германии Ангела Меркель заявила в начале встречи: “Пока я жива, единой ответственности по долгам не бывать!” На что Италия и Испания ответили: “Мы не станем подписывать Пакт роста, пока не получим доступ к финансированию напрямую из наших банков”. Было необходимо провести закрытое совещание, и новость о принятом решении появилась в 4 утра в пятницу 29 июня.

Саммит еще раз показал отличия между свободно тратящей средства периферией Средиземноморского клуба во главе с президентом Франции Франсуа Олландом и основным контингентом (по большей части немецким), под руководством Меркель, которые, несмотря на очевидные различия во мнениях, оба заявили о своей победе. Проблема в том, что соглашение решает только промежуточную задачу контроля банков или его отсутствия. Теперь у нас будет единый Контролирующий орган для европейских банков, но нет ни принципов работы, ни инструкций, ни назначенного руководства.

СОЛИДАРНОСТЬ И ОТВЕТСТВЕННОСТЬ

Если рассматривать решение саммита с оптимистичной точки зрения, то лучше иметь некоторые льготы по банковским операциям и упрощенный

доступ к фондам ЕСМ (Европейского стабилизационного механизма), но такие льготы и доступ предоставляются на конкретных условиях, а эти условия не определены и до сих пор висят в воздухе. Германия по-прежнему считает, что данное соглашение не подразумевает отказ от ответственности, в то время как Италия и Испания видят только возможность получения быстрого и дешевого финансирования.

Мотивы обеих сторон очевидны: Средиземноморский клуб хочет использовать всеобщую заинтересованность в эффективном решении для снижения ставок финансирования, поскольку более низкие процентные ставки добавят времени на проведение реформ и облегчат необходимое бремя корректировок. Наученная опытом Греции Германия требует введения ответственности и права старшинства при погашении долгов. «Кто станет давать деньги без права старшинства, права требования и без какой-либо ответственности», – недоумевает Германия. Ответ – «Европейский союз в целом и Средиземноморский клуб в частности».

Пока решения ЕС строятся вокруг создания механизмов специального назначения, которые погубили банки Lehman и Bear Stearns. Заемщика от кредитора можно отделить с помощью посреднической организации, задачей которой является только выпуск долговых обязательств и заключение сделок. Мы повторяем все ту же ошибку. Европа остается в фазе отрицания, а политика сохранения лица распространяется все больше.

ДРУГИЕ СТРАНЫ В ТРЕТЬЕМ КВАРТАЛЕ 2012 ГОДА

Темпы мощной экономики Азии продолжают снижаться и, возможно, даже больше, чем принято считать. Мы снизили прогноз по общему уровню роста в Китае до 6,5 процентов на основе поступающих данных, а также в связи с нерешенной проблемой смены власти. Плановая экономика без политического согласия на самом верху – это экономика, которая движется медленно и неуверенно. Это прямая противоположность

тому, что мы наблюдали во время спада в 2008-2009 годах.

На этот раз Китай будет вынужден компенсировать слабый рост путем снижения процентных ставок, но без ухудшения инфляционных ожиданий. Добавьте к этому банковский сектор с проблемой платежеспособности и рынок жилья, который продолжает снижаться, и вы получите коктейль, который может неприятно удивить. В сущности, мы считаем, что второй и третий квартал года окажутся нижней точкой для Китая и мира в целом.

В ноябре в США состоятся выборы, что привлечет к стране повышенное внимание и поставит на кон вопрос о нежелании Конгресса сталкиваться с финансовым обрывом, а также вопрос о необходимости финансовой консолидации. Долгое время мы использовали модель закона чередования для экономики США и были настроены скептически в отношении экономического роста в первом квартале года. Теперь мы видим, что нижняя точка будет достигнута в начале третьего квартала, а потом последует разумное улучшение ситуации благодаря постоянству потребительских расходов в стране. Наши основные показатели потребления на один пункт выше, чем в прошлом году, что доказывает медленный, но все же положительный рост экономики США.

В целом, в 2012 г. мы наблюдаем, что США и некоторые страны Европы опережают Азию по основным показателям. Мы считаем, что следующей глобальной фазой макроэкономических перемен станет ребалансировка сил в Азии, при этом в Европе решение будет найдено в самый неожиданный момент и, вероятнее всего, по мотивам нашей концепции Встреча Кардиналов. Однако в ЕС сохраняется множество рисков, и если союз в течение следующих пяти лет продолжит идти по тому же пути, когда банковский сектор в три раза больше общего ВВП при сокращении доли заемных средств на 20 процентов (5 триллионов евро) (Источник: IMF), это будет означать прекращение роста экономики. Кредитование в Ев-

ропе уже сейчас находится на рекордно низком уровне, что приводит нас к достаточно мрачному прогнозу роста не только системы кредитования, но и банковской системы в целом, единственная цель которой – пережить новый квартал. Это явно не путь к переменам.

Нам суждено перемещаться от отрицания к протесту в течение еще какого-то периода времени, но мы надеемся, что в определенный момент во второй половине года незапланированные события, наконец, приведут нас к реальным переменам. С точки зрения макроэкономики, этот кризис имеет простое решение: частные сбережения находятся на небывало высоком уровне по отношению к ВВП, в то время как государственный сектор переживает самое большое превышение расходов над доходами в истории. В чем заключается решение? Дайте микроэкономике стимулы для инвестиций и производства и признайте, что планы роста должны быть подкреплены ценными бумагами, возможностями получения образования, хорошей системой здравоохранения, ликвидными рынками капитала и разумными налогами. Сейчас же политики делают прямо противоположное: увеличивают регулирование, налоги и ограничения и сокращают расходы на здравоохранение и образование. Теперь понимаете, почему эти меры не работают? Я надеюсь на осознание этого, а также на то, что потребность в переменам скоро проявится в нашей экономике и обществе, которые переживают тяжелые времена, потому что задержка перемен окажется худшей формой отрицания.

С уважением,



Стин Якобсен

МАКРОЭКОНОМИКА: 2011 ДЕЖАВЮ

Несмотря на то, что в Азии снижение темпов в этом году не позволило в точности повторить опыт прошлого года, сходства очевидны. Ухудшение экономических показателей США снова заставило говорить о нарастающей вероятности повторения рецессии, в то время как Еврозона

тоже опасались спада, который так и не произошел. Несмотря на такое развитие событий, мы ожидаем медленного, но верного продвижения вперед в 2012 году: спрос на внутреннем рынке выглядит несколько ослабленным, рост инвестиций достаточно устойчив и даже рынок жи-

Третий квартал						
Прогнозы (2012)	Весь мир	США	Еврозона	Соединенное Королевство	Япония	Китай
Валовой внутренний продукт (по срав. с прошлым годом, %)	3,0	2,0	-0,2 d	0,5 d	2,0 u	6,5 d
Индекс потребительских цен (по срав. с прошлым годом, %)		2,3	2,2	2,8 d	0,5	3,5 d
Уровень безработицы (%)		8,3	11,2 u	8,5	4,4 u	4,1

Источник: Saxo Bank Strategy & Research; u = пересмотр в сторону повышения; d = пересмотр в сторону понижения

балансирует на грани экономического спада, вызванного сокращением государственных расходов. На Востоке, Китай, похоже, снова возвращается на землю на фоне снижения темпов экономического роста, хотя до этого страна была невосприимчива к проблемам остального мира.

США - МЕДЛЕННО, НО ВЕРНО

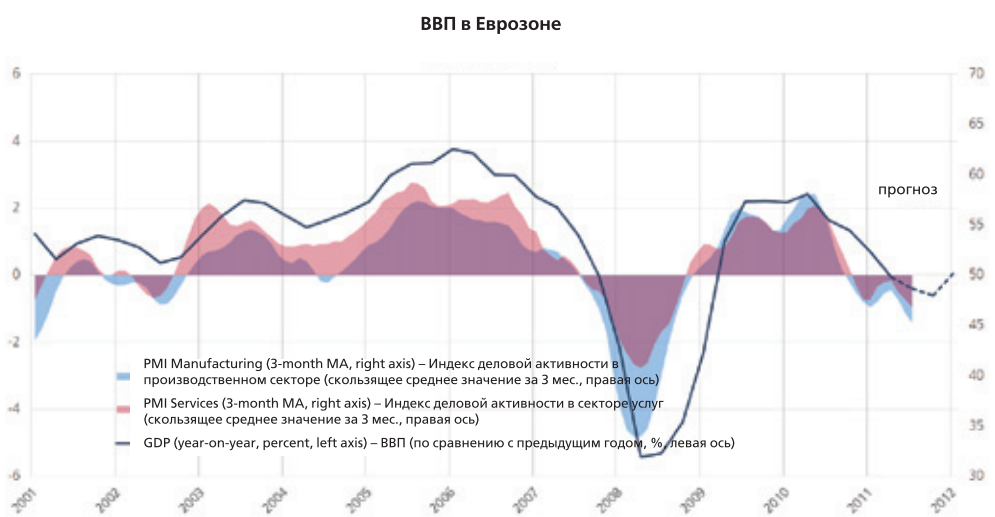
Весной экономические показатели ухудшились, что привело к пересмотру прогнозов ВВП в сторону снижения на фоне вновь возникшей угрозы рецессии; к слову сказать, прошлой осенью

ля, по всей видимости, возвращается к прежним показателям.

С другой стороны, мы прогнозируем некоторое снижение темпов роста на фоне незначительных улучшений на рынке труда и роста зарплат, а также дальнейшего развития процесса уменьшения долговой нагрузки. Мы уже видим финишную черту, но до нее еще нужно добратся. Благодаря реализации некоторых мер, направленных на повышение доступности жилья и снижения ипотечного долга, положение в стране уже лучше, чем было в последние 20 лет.



Источник: Bloomberg and Saxo Bank Strategy & Research

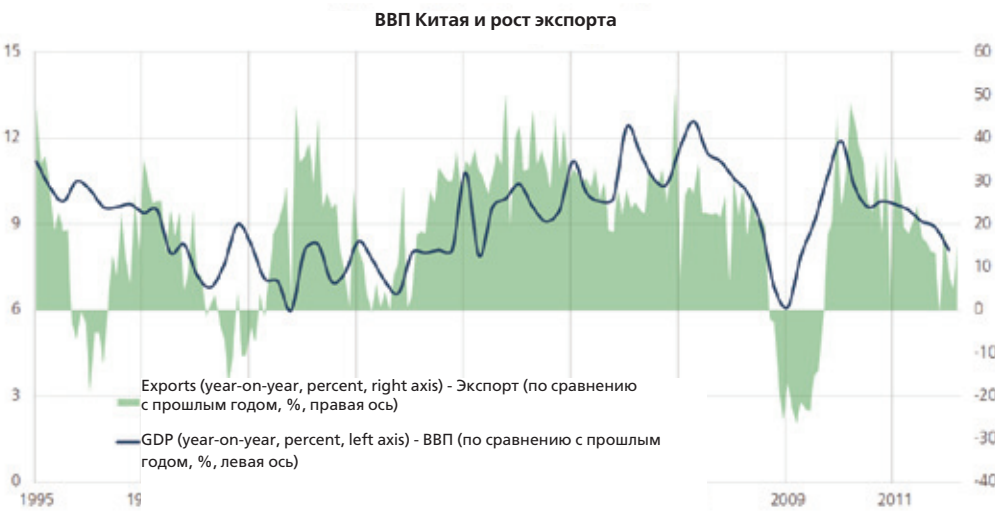


Источник: Bloomberg and Saxo Bank Strategy & Research

Учитывая все эти факторы, мы вряд ли можем говорить о вероятности наступления рецессии в третьем квартале, хотя данные, скорее всего, будут по-прежнему указывать на состояние экономики, близкое к застою, до повышения показателей в конце года, вызванного улучшением состояния жилищного сектора. С другой стороны, мы не видим возможности для роста более чем на 2 процента и, следовательно, придерживаемся наших прогнозов по ВВП, уровню безработицы и индексу потребительских цен в США. Другими словами, мы ожидаем повторения прошлогодней ситуации.

ЕВРОПА-РОСТ ДОЛГА, РАСТУЩИЙ РАСКОЛ И СНИЖЕНИЕ ДЕЛОВОЙ АКТИВНОСТИ

Лидеры Еврозоны медленно продвигаются к реализации плана усиления интеграции союза, однако, их темпы недостаточно высоки ни для удовлетворения потребностей рынка облигаций, ни для того, чтобы избежать очередной рецессии. Европе с трудом удалось избежать падения показателей в первом квартале (по крайней мере, до пересмотра данных), однако, мы прогнозируем стойкое снижение деловой активности во втором и третьем кварталах и умеренный рост в конце года, что приведет к среднегодовому показателю роста в -0,2%.



Источник: Bloomberg and Saxo Bank Strategy & Research

Широкомасштабные реформы в Испании, Италии и Греции еще не скоро дадут положительный эффект. А пока, замедление темпов роста экономики, вызванное сокращением государственных затрат, приведет к понижению активности в южной части европейского блока.

Тем временем, Германия находится в затруднительном положении в связи с понижением спроса на немецкую продукцию со стороны торговых партнеров как внутри Еврозоны, так и за ее пределами, а также недостаточным объемом инвестиций из-за неопределенных прогнозов на фоне долгового кризиса. Мы не думаем, что подобное состояние слабости материализуется в стойкую рецессию, однако среднегодовой рост по Германии вряд ли составит 1%. Кроме этого, мы ожидаем, что непримиримые противоречия на севере и на юге приведут к понижению темпов роста в Еврозоне, в то время как уровень безработицы здесь продолжает расти и составляет в среднем 11,2%.

АЗИЯ- ПОЛУМЯГКАЯ, ПОЛУЖЕСТКАЯ ПОСАДКА

Китайский чудесный рост несколько замедляется на фоне ослабления темпов роста мировой торговли и снижения добавочного дохода от внутренних капиталовложений. За последние пять лет, которые включают в себя и мировой кризис, естественно, ни разу не наблюдалось снижение темпов роста ВВП до уровня ниже 9 % в год, но по мере сгущения туч нас, похоже, ожидает именно это. Китайские власти сами потеряли веру в свою способность вызывать стабильный рост как раньше и снизили планку ВВП до уровня 7,5%, но мы прогнозируем 6,5%. В любом случае в этом году показатель будет, скорее всего, ниже 9%. Конечно, правительство по-прежнему располагает средствами удержания ВВП на высоком уровне, но вопрос в том, как именно и в каком объеме они будут их использовать. Некоторое ослабление монетарной политики уже заметно после того, как требования к объемам резервов были снижены в три раза, начиная с декабря на фоне незначительного понижения годовой процентной ставки по кредитам в

начале июня до 6,31% и потом в июле до 6,00%. Дальнейшие денежно-кредитные балансировки можно стимулировать, используя определенные фискальные меры. Уровень инфляции снизился до 3% по состоянию на май 2012 года с 6,5% в середине 2011, что дает больше возможностей для маневрирования Народному Банку Китая. Но даже этого может быть недостаточно для того, чтобы убедить власти Китая принять меры, более серьезные, чем легкое ослабление монетарной политики, так как инфляция может быстро вернуться на прежний уровень в случае роста цен на сельскохозяйственную продукцию.

ОБЗОР РЫНКА АКЦИЙ: САМЫЙ НЕЛЮБИМЫЙ КЛАСС АКТИВОВ

Премии за риск по акциям практически не существовало за последние 20 лет. Однако, растущая неопределенность будущего Еврозоны и риск применимой политики привели к недавнему снижению стоимости акционерного капитала до исторически низкого уровня. По каждому из показателей акции недолюбливают, в то время как инвесторы взвинчивают цены на государственные облигации. В конце концов, акции восстановятся, но скорее всего не в третьем квартале, поскольку побочный риск слишком высок, главным образом, из-за потенциального краха ведущих банков на периферии Европы.

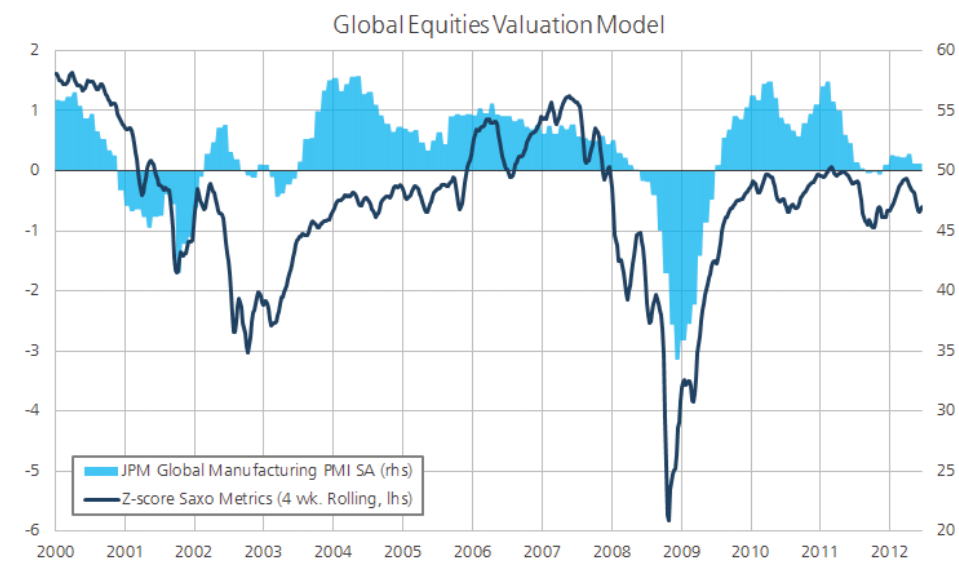
АКЦИИ МЕРТВЫ ПО ВСЕМ СТАТЬЯМ

Акции компаний мирового уровня по-прежнему торгуются ниже средней оценки бизнес-цикла при текущем мировом индексе деловой активности в производственном секторе чуть выше 50 и можно говорить о возможном риске повышения оценки. Однако, этот риск ограничен в краткосрочной перспективе в связи с продолжающимся понижением оценки на фоне растущей неопределенности в Еврозоне.

Это также нашло отражение в нашей модели количественной оценки на основе данных S&P 500, где ука-

заны доходы на акцию (EPS), которые в конце 2012 года достигнут уровня 103.3 на акцию, при этом отношение рыночной цены акции к чистой прибыли на одну акцию (P/E) прогнозируется на уровне 13.1, что приведет к плановой цене в конце года в 1,350.

Учитывая разницу между уровнем доходности акции на S&P 500 и уровнем доходности корпоративных облигаций с рейтингом ВАА, можно опасаться самого масштабного снижения доходности акций за последние 54 года. Другие показатели также сигнализируют о повышенной опасности того, что акции могут провалиться в «темный подвал». Уровень доходов от операций на рынках акционерного капитала достигли своего минимума за 7 лет. Мировая деятельность в области корпоративных слияний и поглощений стремительно приближается к своим самым низким показателям с начала 2009 года, и разница в стоимости контрактов достигла уровня минус 23% в годовом исчислении. Компании, работающие в проциклических областях промышленности, таких как комплексная нефтегазовая отрасль и добыча недргоценных металлов, торгуют акциями по ценам, которые последний раз наблюдались в начале 2009 года. Тем не менее,



становится только хуже. Премия за риск по акциям в международных компаниях раньше не существовала и даже была отрицательной в период с 1992 года. За эти двадцать лет MSCI World, включая дивиденды, принесла годовой доход в размере 6,8% при уровне мировой инфляции 6,7. Это настолько безнадежно, насколько рискованный актив может быть безнадежен в реальном выражении.

РИСК СНИЖЕНИЯ СТОИМОСТИ: ПОВТОРЕНИЕ БАНКОТСТВА БАНКА CREDIT-ANSTALT В 1931 Г.

Схожесть нынешнего кризиса с Великой Депрессией действительно пугает, так как оба периода начались после пика длинного кредитного цикла. Самое любопытное, что банковская система Европы снова может спровоцировать двойное падение мировой экономики.

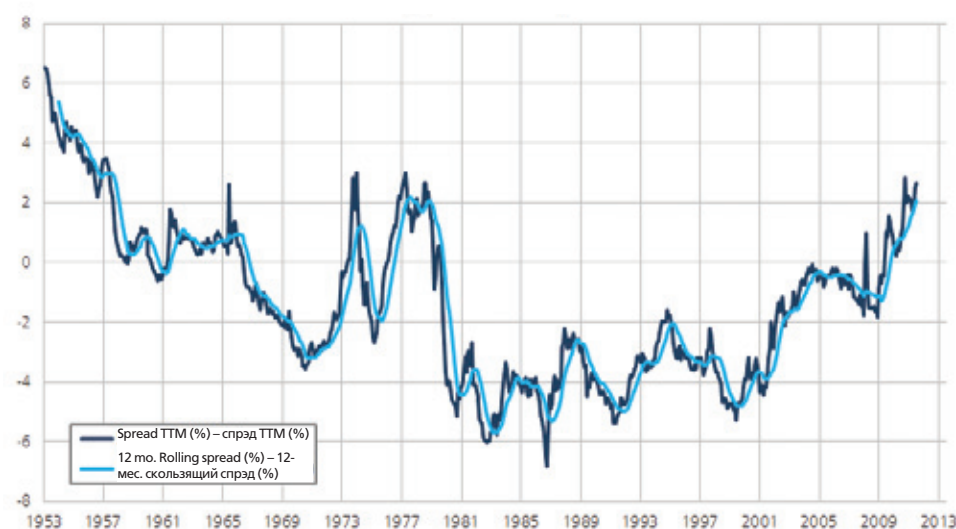
В мае 1931 года, когда американская экономика восстанавливалась после шока 1929 года, произошло массовое изъятие вкладов из крупнейшего по тем временам банка Австрии Credit-Anstalt. Австрия была очень слаба в финансовом плане из-за кризиса и не смогла спасти Credit-Anstalt. В конце концов, крах Credit-Anstalt подтолкнул

мировую экономику к тому, что стало самой настоящей Великой Депрессией. Созвучно с сегодняшним кризисом Еврозоны, не так ли?

Самый большой риск для мировой экономики и рынка акций заключается в возможном изъятии банковских вкладов из какого-нибудь банка периферийной Европы, и он слишком большой, чтобы возникшие трудности можно было решить экстренной помощью в виде коллективных финансовых средств Еврозоны. Насколько вероятно наступление этого события? Текущие тенденции в области бессрочных депозитов свидетельствуют об оттоке денежных средств с юга на север, что создает все более заметный дисбаланс, поэтому можно говорить о постепенном повышении такой вероятности. Необходимо будет следить за ценами на кредитные дефолтные свопы крупнейших банков периферийной Европы в третьем квартале, чтобы оценить степень побочного риска.

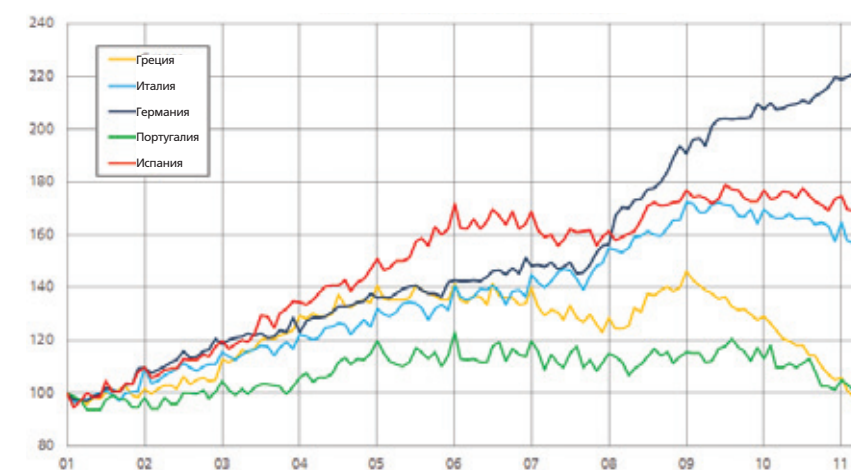
Согласно исследованию Международного Валютного Фонда (МВФ), проведенному Luc Laeven и Fabian Valencia, из 147 банковских кризисов за всю историю с 1970 каждый четвертый кризис начался в сентябре

S&P 500 –Доходность акций и доходность корпоративных облигаций



Источник: Bloomberg and Saxo Bank Strategy & Research

Бессрочные депозиты (Евро, индексированы)



Источник: Bloomberg and Saxo Bank Strategy & Research

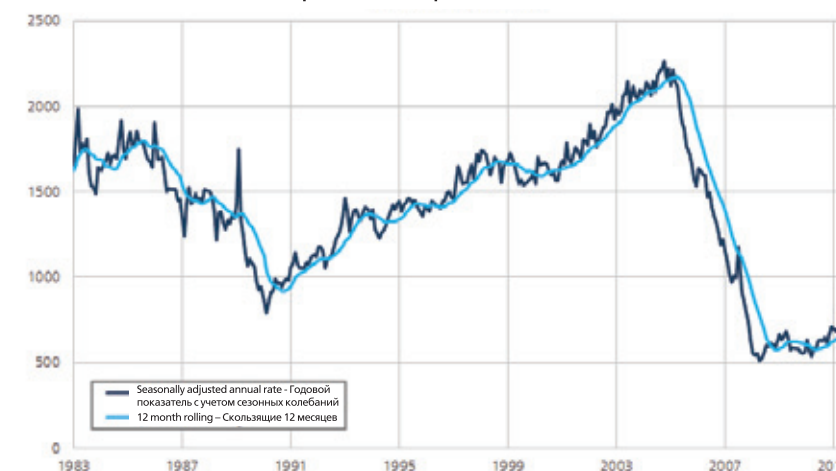
и почти 40% всех банковских кризисов приходится на третий квартал. Учитывая это, хрупкая и перегруженная долгами европейская банковская система вступает в статистически опасный период.

Инвесторы должны об этом помнить и хеджировать побочный риск снижения стоимости акций в результате европейского банковского кризиса путем выкупа опционов, увеличения доли государственных и корпоративных облигаций в своем портфеле и хеджирования длинных позиций на рынке фьючерсов.

РИСК ПОВЫШЕНИЯ: РЫНОК ЖИЛЬЯ В США И КИТАЙ

Неопределенность сейчас есть везде, но это явление, конечно, далеко не новое. Как мы уже говорили в предыдущем выпуске Квартального прогноза, принимать решение в пользу покупки можно только когда “кровь течет по улицам”. Однако такая стратегия требует некоторых положительных сюрпризов, которые будут выступать в качестве катализаторов. Похоже, что рынок жилья в США и Китай представляют собой

Разрешения на строительство в США



Источник: Bloomberg and Saxo Bank Strategy & Research

два самых больших риска повышения для акций мировых компаний.

Рынок жилья США и секьюритизация субстандартных ипотечных кредитов были среди ведущих факторов усугубления финансового кризиса в США. С тех пор падающие цены на жилье, обращение взыскания, неликвидные запасы жилья, низкие темпы строительства жилья и сокращение 2,2 млн. рабочих мест в строительной отрасли негативно отразились на американской экономике и банковской системе. С повышением количества выданных разрешений на строительство, сокращением запасов неликвидного жилья и снижением цен на жилье, возрождение американского рынка жилья может стать скрытым фактором неожиданного роста экономики. Если уровень безработицы в строительной отрасли США удастся снизить до уровня 2003 года, это привело бы к созданию 1,2 млн. новых рабочих мест. Представьте, какое влияние это смогло бы оказать на уровень доходов, расходов, бюджетный баланс и, в конечном итоге, на акции.

Китай постепенно замедляет темпы своего развития, начиная с конца 2010 года, и лучше всего это видно на примере снижения темпов роста экспорта. Одновременно с этим темпы кредитной экспансии страны несколько замедлились после резкого повышения в период с конца 2008 до середины 2009. Интересно отметить, что объем новых кредитов в Китае на скользящей годовой основе в 2012 году увеличился почти на 10% после отсутствия роста на протяжении последних двух лет. Это наблюдение не привлекло большого внимания, однако, оно может свидетельствовать о том, что китайская экономика снова начинает набирать обороты.

Несмотря на то, что показатели во втором квартале оказались ниже ожидаемых, некоторые ведущие индикаторы действительно изменились в лучшую сторону. Рост экспорта в Южной Корее, который считается важным показателем состояния мировой экономики, приятно удивляет и

может свидетельствовать о том, что экономическая активность постепенно восстанавливается, несмотря на существующие в Европе проблемы.

ТАКТИЧЕСКАЯ ИГРА: АКЦИИ КОМПАНИЙ ПО ДОБЫЧЕ НЕФТИ И НЕДРАГОЦЕННЫХ МЕТАЛЛОВ

Если экономики США и Китая смогут пережить проблемы в Европе, и Еврозона сможет предотвратить распад, тогда определенные сегменты мирового рынка акций имеют огромный потенциал роста. Самые перспективные сегменты – это акции глобально интегрированных компаний по добыче нефти и газа и недрагоценных металлов.

Акции этих отраслей имеют крайне низкую оценочную стоимость и «работают» намного ниже своего уровня. Акции компаний по добыче недрагоценных металлов и нефти с 1997 года торгуются по цене ниже среднего и, судя по их оценочной стоимости, инвесторы не исключают вероятность наступления глобального экономического кризиса. Если риск повышения, стоящий перед глобальной экономикой, исчерпает себя, на эти две отрасли можно смело ставить, так как они используют непрямой леввередж с балансов компаний внутри них самих.

Большую часть второго квартала доллар уверенно продвигался вверх, но под конец возникла неопределенность, так как участники рынка стали отказываться от доллара и скупать рискованные валюты, пытаясь отыскать луч надежды в темном тоннеле из бесконечных саммитов ЕС в ожидании очередного раунда стимулирующих мер от мировых центральных банков. В третьем квартале многие вопросы в Европе останутся нерешенными, а значит, евро останется на линии обороны, в то время как доллар вместе со скандинавскими валютами, скорее всего, будет на высоте. Перспективы иены, как обычно, во многом зависят от динамики мировых ставок, а сырьевые валюты могут оказаться в хвосте основной «десятки», если волнения по поводу слабого роста окажутся сильнее надежд на новые стимулирующие меры.

ДОЛЛАР: РАЗВОРАЧИВАЯ ЛИНКОР

Начало второго квартала для доллара было многообещающим, учитывая, что он зафиксировал максимальное значение за 18 месяцев по взвешенному по торговле курсу. Однако как это не раз уже было в прошлом, в основном укрепление было обусловлено статусом доллара как валюты-убежища. Другими словами, доллар рос лишь потому, что какая-то другая валюта падала. Главными положительными факторами для доллара в этом году стали долговой кризис в ЕС, произошедшая совсем недавно сильная коррекция цен на сырьевые товары и неутешительные ожидания в отношении экономического роста, которые уже распространились и на развивающиеся рынки. В начале третьего квартала потенциал доллара значительно ослаб, особенно в парах с традиционными проциклическими валютами и новыми валютами-убежищами, такими, как, например, шведская крона. Но мы не думаем, что доллар надолго задержится в этом подавленном состоянии, так как в ближайшем будущем ожидаются значительные макро-риски, которые могут способствовать укреплению валюты.

Кроме того, американская экономика может превзойти по показателям экономики других стран мира. Она в большей степени готова к тому, чтобы выдержать спад мирового роста, в силу следующих факторов: демографическая статистика, преимущественно избавившаяся от заемных средств финансовая система, более дешевая недвижимость, гибкость на рынке труда, а также меняющийся энергетический баланс и другие возможные политические решения (включая перспективы для нового Закона о национальном улучшении законодательства, направленного на возвращение свыше 600 млрд долларов удерживаемой за рубежом корпоративной прибыли на родину).

ЕВРО: ОТРИЦАНИЕ ИЛИ ПЕРЕМЕНЫ?

Долговой кризис ЕС перетечет плавно в третий квартал, где нас ждет «отрицание либо перемены» - именно так звучит главная тема квартального прогноза. Для ЕС отрицание может выглядеть следующим образом: добро на упрочнение союза, если таковое вообще возможно, учитывая расхождения в интересах между основными и периферийными странами, но без реальных действий по реструктуризации банковских и государственных долгов в ЕС. Это возможно только при условии существенного расширения баланса ЕЦБ, но об этом речь пока не идет. ЕС отговаривается тем, что не обеспеченный или, в лучшем случае, недостаточно обеспеченный средствами Европейский механизм финансовой стабильности (ESM) является необходимым инструментом (если он будет одобрен всеми заинтересованными участниками ЕС). Этот фактор будет негативно влиять на евро в среднесрочной и долгосрочной перспективе. С другой стороны, если ЕС неожиданно перейдет к фазе кризиса, предусматривающей «требования перемен», и начнет предпринимать шаги для реальной реструктуризации долгов к концу года, то в краткосрочной и среднесрочной перспективе шансы на падение евро перед страхом волатильности увеличатся, зато в более долгосрочной перспективе положение Европы и евро значительно улучшится.

ГРАФИК: EUR ПРОТИВ ОСТАЛЬНЫХ ВАЛЮТ «БОЛЬШОЙ ДЕСЯТКИ»

График представляет собой динамику евро против равновзвешенной корзины из остальных основных десяти валют, индексированной на 2500 торговых дней до настоящего момента. За время своего существования валюта еще никогда не была такой слабой, и ее дальнейший путь будет определяться тем, что пересилит: отрицание (устойчивое сохранение слабости) или перемены (более сильная волатильность, но более быстрое восстановление)..



БАЗОВЫЕ ПРОГНОЗЫ

Представленные ниже прогнозы сделаны, исходя из нашего предпочтительного и наиболее вероятного сценария, а именно, что ЕС впереди по-прежнему ждет продолжительный период неопределенности и что темпы мирового роста упадут сильнее, чем ожидалось, особенно в Азии. Как всегда, перспективы крайне неопределенные, а рынки очень сильно уязвимы и зависимы от сигналов политиков и центральных банков.

Валютная пара	3 мес.	6 мес.	12 мес.s
EURUSD	1.20	1.15	1.12
USDJPY	82	85	88
EURJPY	98	98	99
GBPUSD	1.52	1.50	1.48
EURGBP	0.79	0.77	0.76
EURCHF	1.20	1.20	1.20
AUDUSD	0.96	0.90	0.84
USDCAD	1.05	1.10	1.15
NZDUSD	0.76	0.72	0.68
EURSEK	8.50	8.25	8.50
EURNOK	7.35	7.25	7.50

СКАНДИНАВСКИЕ ВАЛЮТЫ - НОРВЕЖСКАЯ И ШВЕДСКАЯ КРОНЫ

В ближайший квартал и далее норвежская и шведская кроны будут лидировать среди других валют, так как в мире, погрязшем в государственных долгах, Норвегия и Швеция представляются тихой гаванью. В предыдущие циклы эти две валюты, как правило, были более проциклическими, то есть, слабели в период отказа от риска из-за страха, что торговые потоки могут сильно нарушиться в условиях слабого спроса на экспортных рынках, и из-за относительно небольшой ликвидности этих валют. Но на этот раз на первый план могут выйти совсем иные аргументы. Прежде всего, то, что это открытые экономики с безупречным государственным балансом. Да, низкие цены на нефть могут на какое-то время создать препятствия для

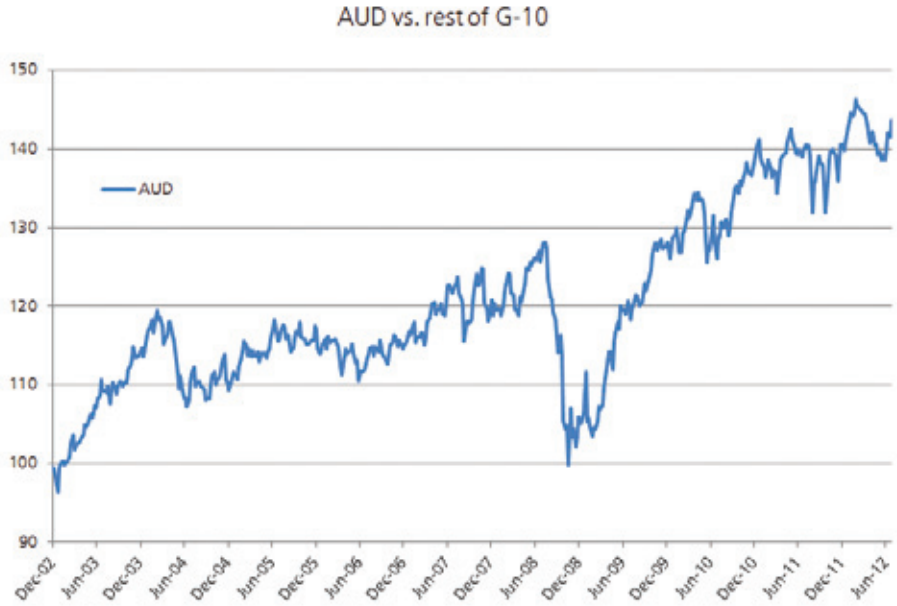
норвежской кроны, а слабый экспортный спрос и схлопывание пузыря на рынке недвижимости могут негативно повлиять на обе эти скандинавские экономики. Но, находясь вблизи максимальных уровней против евро за многие годы, эти валюты по-прежнему пользуются спросом и особенно привлекательно выглядят в паре с переоцененным австралийским долларом на основании сравнительной стоимости. В случае усугубления ситуации в Евросоюзе укрепление курсов этих валют может даже создать дискомфорт для Банка Норвегии и Риксбанка и в итоге спровоцировать интервенцию в той или иной форме. .

СЫРЬЕВЫЕ ДОЛЛАРЫ - АВСТРАЛИЙСКИЙ, НОВОЗЕЛАНДСКИЙ И КАНАДСКИЙ

В дальнейшем главный вопрос для австралийско-

ГРАФИК: AUD ПРОТИВ ОСТАЛЬНЫХ ВАЛЮТ «БОЛЬШОЙ ДЕСЯТКИ»

График представляет собой динамику австралийского доллара против равновзвешенной корзины из остальных основных десяти валют, индексированной на 2500 торговых дней до настоящего момента. После того, как в начале 2012 года австралийский доллар сильно упал на фоне волнений по поводу китайского роста и существенной коррекции ставки РБА и ожиданий в отношении ставки, к началу третьего квартала он возобновил рост в надежде на новые стимулирующие меры со стороны центрального банка, возрождение интереса к риску и, возможно, защитные потоки, связанные с Китаем. Стандартные фундаментальные факторы уже указывают на то, что австралийский доллар должен стоить гораздо меньше, так как валюта по-прежнему переоценена по всему спектру рынка.



го доллара будет заключаться в том, сможет ли он сохранить свой обретенный в конце второго квартала статус валюты, которая может совмещать несовместимое. Австралийская экономика – это крупная экономика, которая преимущественно зависит от Китая, а поскольку беспокойство из-за спада китайской экономики в этом году усилилось, то австралийский доллар вполне обоснованно скорректировался от вершины более чем на 5% в парах с остальными валютами «большой десятки» в первые месяцы этого года. К началу третьего квартала он вернул около половины потерянных позиций. Очевидно, австралийские покупатели надеются на то, что ситуация в Китае стабилизируется и что основные центральные банки продолжают печатать деньги, в то время как Резервный банк Австралии (РБА) избежит необходимости пускаться в такие крайности. Другие положительные для австралийского доллара факторы включают низкий уровень государственной долговой нагрузки и предположительно неминуемое возвращение к профициту бюджета. Тем не менее, есть основания опасаться возможного падения австралийского доллара по ряду причин: резкое снижение ожиданий в отношении крупных австралийских горнодобывающих компаний и дальнейшее схлопывание пузыря на внутреннем рынке недвижимости, а также плачевное состояние внутренней экономики. Вероятно, австралийская экономика, помимо пузыря в горнодобывающем секторе, имеет еще пузыри на кредитных рынках. Если так, то в ближайшие кварталы экономика и валюта могут испытать на себе гораздо более сильные последствия, чем были до этого, особенно учитывая, что переходный период для Китая, скорее всего, затянется надолго.

Новая Зеландия должна показать себя в условиях мирового спада не так «плохо», как Австралия, не только потому, что ее перегибы были не такими запредельными, но и потому, что портфель ключевых экспортных сырьевых товаров этой страны гораздо менее цикличен. В таких условиях в паре AUDNZD в ближайшие кварталы может, наконец,

установиться нисходящий тренд после того, как за последние 18 месяцев предпринимались лишь периодические попытки к снижению. Тем не менее, новозеландский доллар находится на самой вершине своего долгосрочного диапазона против остальных десяти валют и торгуется небольшими объемами. Поэтому если рынок столкнется с волатильностью и продажей рискованных активов, как мы могли наблюдать в конце прошлого года и во время спада рискованных активов и сырьевых товаров в этом году, то валюта окажется под угрозой.

Канадский доллар, несмотря на устойчивое положение внутренней экономики, демонстрировал нейтральную динамику. Тем не менее, валюта показала себя лучше, чем можно было ожидать, учитывая резкое падение цен на нефть во втором квартале.

В течение последних нескольких кварталов канадский доллар выглядел лучше в недоолларовых кроссах в то время, когда доллар процветал, и сдавал позиции в кроссах, когда доллар слабел.

В этом нет ничего удивительного, принимая во внимание сильную зависимость канадского доллара от экономики США и, как следствие, Банка Канады от политики Федерального резерва. Несмотря на порой агрессивные заявления Банка Канады, процентные ставки в стране вряд ли изменятся, и поэтому валюта, скорее всего, сохранит свою нейтральную динамику, хотя в долгосрочной перспективе ее стоимость выглядит привлекательно относительно других сырьевых долларов.

ИЕНА –ВСТРЕЧНЫЙ ВЕТЕР НАРАСТАЕТ

Во втором квартале иена достигла нового локального максимума ввиду рекордно низкой доходности по облигациям среди развитых экономик, а мы знаем, что она чутко реагирует на уровни доходности по облигациям во всем мире. Впечатляющее укрепление иены произошло несмотря на то, что на февральском заседании Банк Японии объявил «войну дефляции»

и впоследствии принял другие соответствующие меры. Однако на фоне сильнейшей распродажи облигаций в июне иена снова ослабла. В начале третьего квартала доходности по облигациям находятся на критическом уровне сопротивления, и поэтому перспективы иены остаются неопределенными. Если говорить о более широкой перспективе, то высокий курс иены создает почву для его снижения в конечном счете, так как дорогая иена подрывает конкурентоспособность Японии. Кроме того, стремительно стареющее население Японии и активный рост численности пенсионеров говорят о том, что страна стала преимущественно тратить после нескольких десятилетий блестящих показателей по сбережениям. Эти факторы в сочетании с ухудшающимися фундаментальными показателями по платежному балансу и потенциальным удвоением налога с продаж оказывают негативное влияние на иену. В дальнейшем «приступы» роста иены будут слабее, чем раньше, по мере перехода к «медвежьему» рынку в предстоящие кварталы.

ФУНТ СТЕРЛИНГОВ – МЯГКАЯ ПОЗИЦИЯ БАНКА АНГЛИИ

Во втором квартале фунт стерлингов предпринимал странные попытки к укреплению, основываясь на кратковременном впечатлении, что Банк Англии решил изменить свою позицию по причине беспокойства из-за инфляции. Такие аргументы были вскоре признаны необоснованными, и валюта устремилась вниз в паре с долларом, хотя сохраняла устойчивый рост в паре с евро на протяжении большей части квартала в условиях европейского кризиса. Вероятно, что в дальнейшем фунт продолжит демонстрировать такую же динамику, то есть будет сохранять потенциал наполовину валюты-убежища в паре с евро, но только наполовину, потому что длительный двойной дефицит в стране вызывает тревогу. В то же время, страна обладает надежными рынками капитала, что делает ее предпочтительной тихой гаванью для тех, кто ищет защиты капитала за пределами

континента. Однако мягкая позиция Банка Англии в сфере денежно-кредитной политики и слабая экономика означают, что в паре с долларом валюта сохранит слабость или будет торговаться в диапазоне.

ШВЕЙЦАРСКИЙ ФРАНК – РУХНЕТ ЛИ БАРЬЕР?

Установленный предельный курс по евро/франку в этом году перенес много серьезных испытаний, хотя и не без существенного повышения со стороны Швейцарского национального банка, который совершил масштабную интервенцию с целью защиты предельного уровня в размере, скажем, нескольких процентов ВВП в накоплении валютных резервов, в мае этого года.

Далее вопрос заключается в том, улучшится ли ситуация в ЕС, и если нет, то не считают ли Швейцарский национальный банк и швейцарское правительство, что предельный уровень курса слишком высок, чтобы его стоило защищать. Существует нетривиальный риск того, что ЦБ будет вынужден опустить предельный уровень до 1,10 или даже до паритета в случае возникновения более затруднительной ситуации. В таких условиях единственным выходом является внедрение различных форм контроля капитала – метод, который Швейцария уже использовала в прошлом. Шансы на рост курса евро/франка минимальны, если только ЕС не возьмется серьезно за решение своих проблем. По иронии судьбы, в долгосрочной перспективе франк крайне переоценен, но для того, чтобы начать устойчивую коррекцию, в Европе должна появиться реальная перспектива надежного решения кризиса.

МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА: ОСНОВНЫЕ ЦЕНТРАЛЬНЫЕ БАНКИ

США

По итогам своего последнего заседания от 20 июня Федеральный комитет по открытым рынкам (FOMC) принял решение оставить ключевую ставку без изменений, но при этом объявил о расширении так называемого операционного твиста (OT), который призван сгладить кривую доходности по казначейским облигациям и, желательно, понизить проценты по ипотечным займам и ставки дисконтирования, используемые частными компаниями при оценке потенциальной жизнеспособности предполагаемых проектов.

После заседания внутренний экономический ландшафт отличался крайней неоднородностью, мягко говоря. В частности, тоску наводят индикаторы, указывающие на состояние сектора обрабатывающей промышленности; индекс ФРС Филадельфии упал до 16,6 (это самое худшее значение с августа прошлого года, которое само по себе лишь на малую толику выше минимумов, достигнутых в мае 2009 года), более того, его достоверность подтвердили другие региональные исследования, также показавшие масштабное падение, и общенациональный индекс Института менеджеров по закупкам, снизившийся с 52,0 до 49,7 - столь масштабное падение компонента «новых заказов» в последний раз отмечалось лишь в 1980 году, а индекс выплаченных цен достиг минимумов мая 2009 года.

Еженедельные значения численности безработных упрямо держатся в области 380 тыс., что никак не способствует снижению ставки б/р, кроме того, заказы на товары длительного пользования пребывают в состоянии стагнации и, возможно, стабилизировавшийся рынок жилья - единственный лучик надежды.

В ФРС разглядели наметившийся спад и снизили прогнозы по росту с 2,4-2,9% до 1,9-2,4% на 2012 год и с 2,7-3,1 до 2,2-2,8% на 2013 год, при этом ожидается, что безработица на конец 2013 года составит 8,0-8,2%, а не 7,8-8,0%. Инфляционного дракона удалось присмирить: базовый индекс затрат на личное потребление - любимый индикатор ФРС - вышел на уровне 1,8% в годовом исчислении.

Многие ожидали от Центробанка более весомых стимулов в виде новой полномасштабной программы количественного ослабления (QE) и прямых покупок казначейских облигаций, однако, ряд факторов, очевидно, убедил Комитет воздержаться от подобных действий; одна из главных причин - стремление сохранить немного пороха в пороховницах на случай, если европейский долговой кризис неожиданно войдет в критическую фазу распада Союза в его нынешнем виде. Кроме того, к концу года США рискуют оказаться на краю «фискального обрыва», - если не будет принято никаких поправок к действующему законодательству, страну ждет фискальное ужесточение на 4% и повторение мучительных переговоров в Конгрессе на эту тему. Республиканское большинство в обеих палатах с ключевым чиновником в Белом доме, вероятно, добьется существенного сокращения расходов (хотя срок действия налоговых сокращений, вероятно, будет продлен), а победа Обамы загонит ситуацию в тупик. В обоих случаях потребители ощутят на себе последствия. Таким образом, ЦБ, очевидно, поступил мудро, решив оставить себе место для маневра, тем более, что сейчас американской экономике явно не требуется экстренная реанимация.

На самом деле, американские потребители ведут себя весьма оптимистично, поэтому мы рассчитываем на восстановление экономики к средним значениям в 4 квартале. Между тем, в Европе политики продолжают свое лицедейство, а дебаты в Конгрессе по финансовым вопросам грозят очередным тупиком, поэтому мы полагаем, что тема QE3 будет оставаться тайной за семью печатями на протяжении 3 и, возможно, 4 квартала. Процентные ставки меняться не будут, а ФРС не захочет ставить под угрозу функционирование денежных рынков через снижение ставки по банковским резервам.

ЕВРОЗОНА

В своем прогнозе на 2 квартал мы предположили: «ЕЦБ чувствует, что заслужил отдых», после нескольких месяцев «решительных действий». Благодаря двум операциям долгосрочного рефинансирования (LTRO), Банк влил в банковскую систему триллион

евро, и большая часть денег вернулась на рынки государственных облигаций в периферийных странах. Изначально LTRO считали чудесным спасением в условиях разрастающегося кризиса платежеспособности банков/государств в Еврозоне - однако с тех пор его эффективность существенно снизилась, равно как и преимущества решения проблем платежеспособности при помощи ликвидности.

После заседания управляющего совета ЕЦБ от 6 июня председатель Марио Драги вскользь упомянул о том, что «несколько членов» совета требовали понижения ставки. На заседании, состоявшемся 5 июля, их требования были учтены и все три официальные ставки Центробанка были понижены на 25 базисных пунктов. Очевидно, в Совете решили, что преимущества снижения ставки - пусть даже психологические - перевешивают потенциальный вред, который нулевая процентная ставка может нанести процессу нормального функционирования межбанковских рынков. В конце концов, в результате предыдущих понижений официальных ставок и вливания ликвидности реально значимые ставки (например, 3-месячная Euribor) уже опустились ниже основной ставки рефинансирования.

Никаких нестандартных решений, таких как LTRO, на июльском заседании не было; процитируем предыдущие комментарии Драги: «не думаю, что монетарная политика должна компенсировать бездействие других институтов». Несмотря на то, что на саммите ЕС от 28-29 июня удалось добиться некоторого прогресса, ЕЦБ хочет большего - ему нужен «Королевский флеш» (банковский, экономический, фискальный и политический союз одновременно).

Возможно, ЕЦБ понизит ставку в третьем квартале - до 0.5%, однако, дополнительные операции LTRO возможны только в случае жесточайшего кризиса банковской ликвидности.

ВЕЛИКОБРИТАНИЯ

Как мы и предсказывали в своем прогнозе на 2 квартал, Банк Англии расширил программу количественного ослабления (так называемую Про-

грамму покупки активов) с 325 млрд. ф.ст. до 375 млрд. ф.ст. на заседании 5 июля. Ставка была оставлена на прежнем уровне.

От Банка ждали подобных действий, поскольку макроэкономические индикаторы, опубликованные после июньского заседания, рисуют мрачную картину; статистически, Великобритания вернулась в состояние рецессии, а инфляционные показатели за июнь снизились гораздо сильнее, чем предполагалось.

Все говорит о том, что это еще не конец истории, поскольку правительство стремится как можно быстрее сократить свои дефициты, а экономика уже ощущает на себе влияние долгового кризиса в Еврозоне. Мы полагаем, что к концу 2012 года общий объем программы количественного ослабления в Великобритании достигнет 500 млрд. ф.ст.

ЯПОНИЯ

У Банка Японии, без сомнения, есть и другие задачи, например, достижение установленного на февральском заседании целевого уровня инфляции на отметке +1%, но на данном этапе рынок все же считает, что из всех политических катализаторов наиболее приоритетным для ЦБ является, по всей видимости, курс USD/JPY.

В процессе реализации программы покупки активов - японской версии QE - возникли небольшие сложности технического характера, связанные с недостаточно высоким спросом, что может объясняться дефицитом эмиссии бумаг определенных категорий. Скорее всего, если потребуются дополнительные меры QE, ЦБ постарается справиться с этими проблемами посредством покупок активов с более длительным сроком погашения. В июне Банк оставил текущую монетарную политику без изменений, сочтя, что негативное влияние европейского долгового кризиса на показатели настроений и экспорта компенсируется устойчивостью экономической активности внутри страны, несмотря на неминуемые последствия повышения налога на потребление. Кроме того, можно предположить, что ЦБ хотел дождаться результатов выборов в Греции,

ОБЗОР РЫНКА АКЦИЙ: ДОХОДНОСТИ ПО
ОБЛИГАЦИЯМ СКАНДИНАВСКИХ СТРАН ЕВРОЗОНЫ
ОТРАЖАЮТ ЧИСТОЕ СУМАСШЕСТВИЕ

а также понаблюдать за общим развитием ситуации в еврозоне.

На данный момент динамика пары доллар/иена является индикатором степени обеспокоенности рынка положением дел в Европе, и во втором квартале мы наблюдали укрепление японской валюты – от уровня 84 до минимума 78 в начале июня, поскольку восхождение радикальной левой коалиции Syriza в Греции угрожало стране неорганизованным выходом из состава еврозоны.

Результаты исследования Tankan предполагают, что многие корпорации при составлении своих бюджетов закладывают в цены усредненный курс иены на отметке 78, поэтому именно этот уровень будет оставаться в фокусе пристального внимания Банка Японии. Саммит ЕС, прошедший 28/29 июня принес некоторое облегчение и продемонстрировал очередную порцию усилий по «оттягиванию неизбежного», однако риски сохраняются, и это может стать для Банка побудительной причиной последовать примеру ФРС и занять выжидательную позицию. Разница между двумя Центробанками заключается в том, что в случае с Японией у нас есть четкий индикатор – курс иены к доллару на отметке 78, позволяющий давать прогнозы по степени вероятности запуска новых мер QE Банком Японии.

ШВЕЙЦАРИЯ

На последнем заседании, состоявшемся 14 июня, ЦБ Швейцарии (ШНБ) оставил ставки на текущем уровне и заявил, что «будет поддерживать минимальный обменный курс по CHF на отметке 1,20», а также предупредил о «постоянной готовности к любым дополнительным мерам» для защиты уровня CHF1.20 «с крайней решимостью». Банк также отметил, что «риски для швейцарской экономики остаются исключительно высокими».

В обзоре за 2 квартал мы расценили шансы на повышение Центробанком «валютного пола» в паре EUR/CHF (возможно, до 1,3000) как 50%. Возможной причиной, по которой ШНБ предпочел воздержаться от этого шага, могло стать облегче-

ние, вызванное относительной устойчивостью национальной экономики в условиях европейского кризиса: опубликованный незадолго перед заседанием ЦБ отчет по ВВП за 1-й квартал превзошел ожидания, продемонстрировав прирост на 0,7% кв/кв. Однако не исключено, что решение Банка было мотивировано страхом перед потенциальной угрозой неупорядоченного развала еврозоны, что сделало бы сложной задачей поддержание минимального курса привязки даже на отметке 1,20, не говоря уже о 1,30!

Правительственная комиссия уже изучает способы противостоять дальнейшему росту CHF, и, как подчеркнул недавно глава ШНБ Джордан, «ряд стран обладает богатым опытом по части контроля над движением капитала». (Сразу же на ум приходит Малайзия). Хотя теоретически для защиты «валютного пола» Банк может «печатать» и продавать франки в неограниченных количествах, все же в случае развала еврозоны последним прибежищем станет именно контроль над капиталом.

Мы по-прежнему полагаем, что эскалация кризиса в Еврозоне рано или поздно обязательно заденет и Швейцарию, и что во избежание дефляционной ловушки ЦБ может пойти на повышение минимального курса привязки (хотя шансы на это невысоки). Вплоть до настоящего времени ШНБ надежно защищал целевой уровень – цена лишь единожды, 5 апреля, нырнула под отметку 1,20, к 1,1995. В какой-то мере «японизация» Еврозоны, обусловленная сочетанием мер жесткой экономии и вливания ликвидности с целью оттягивания неизбежного, помогает удерживать регион от катастрофического распада, тем самым снижая для ШНБ риски тяжелых потерь, и это делает изменение курса привязки более осуществимым, поскольку страх перед пагубным воздействием событий в регионе на экономику Швейцарии будет сохраняться. Тем не менее, возможно, теперь игра затянулась, в связи с чем в 3-м квартале привязка может быть оставлена на прежнем уровне.

По мере окончания второго квартала ставки доходности по облигациям в странах-кредиторах еврозоны (т.е. в скандинавских странах и, особенно в Германии) продолжают стремительно падать. Доходность по 30-летним бумагам Германии достигла минимума на отметке 1,629%, а в Дании аналогичный показатель опустился до 1,486%. Ситуация становится экстремальной, так как в это же самое время инфляционные ожидания колеблются в диапазоне торговли.

Фиксация дохода по такой ставке на 30-летнюю перспективу выглядит как плохо продуманная стратегия. Для такого поведения участников рынка может быть только два разумных объяснения:

- 1. либо инвесторы вынуждены покупать в силу регулирования пенсионных обязательств (гарантированная доходность инвесторам в пенсионные инструменты, что в определенной мере послужило причиной в Дании и Швеции),
- 2. либо долгосрочные инвесторы в облигации полагали, что низкая доходность оправдана ожиданиями возрождения и ревальвации немецкой марки.

Первая причина была приостановлена, потому что регулирование датских и шведских пенсионных фондов было ослаблено (что сразу же привело к росту доходности в начале июня). Вторая причина звучит смешно, потому что нет никакой политической поддержки отказа от евро в Германии (по крайней мере, не среди валютных политиков).

Хотя с начала июня ставки доходности выросли, они по-прежнему остаются неприемлемо низкими. Для иллюстрации нашей позиции предлагаем взглянуть на реальную, ожидаемую доходность (т.е. номинальный показатель с начала года до текущего момента минус разница между номинальной и реальной доходностью по облигациям – оба показателя в перспективе 10 лет) от инвестирования в немецкие государственные облигации (бунды):

Другими словами, рынок указывает на отрицательную реальную доходность по 10-летним облигациям даже для покупателей бундов на текущих уровнях. Каковы могут быть последствия?

- Для начала приведем несколько фактов:
- Обратите внимание на то, что на протяжении последних 15 лет инфляция в Германии держалась относительно стабильно на уровне



(источник: Thomson Reuters)

1,5%. Таким образом, номинальная доходность по бундам должна быть не менее 1,5%, чтобы приносить положительный реальный доход.

- Существует риск того, что немецкие политики уступят требованиям стран Средиземноморья в отношении евробондов. Это создаст значительную угрозу для держателей немецких гособлигаций, так как это может привести к резкому росту доходности по немецким облигациям, которая будет стремиться к общеевропейскому уровню (среднему).
- Нельзя игнорировать и волатильность бондов: 10-дневная волатильность за последние шесть месяцев превысила 9%.

В целом, принимая во внимание текущие уровни доходности, соотношение риска и прибыли для государственных облигаций Германии выглядит довольно непривлекательно. Мы прогнозируем, что фьючерсы на бунды будут ограничены уровнем 145 до конца года, и можем столкнуться со значительным давлением продавцов в области выше 140, даже во времена экономической нестабильности. Инвесторам, которые интересуются долгосрочными инвестициями в недооцененные активы, следует переключиться на европейские акции, которые на сегодняшний день, как кажется, являются самым «ненавистным» классом активов.

Ситуация с датскими долгосрочными облигациями выглядит еще печальнее. Учитывая, что за последние 15 лет средняя инфляция составила 2,2%, а ставка доходности и того меньше (доходность по 10-летним бумагам равна 1,34%), кажется, что инвесторы, вкладывающие только в датские облигации, обрекают себя на отрицательную доходность. Лишь потенциальная, но почти невообразимая ревальвация датской кроны может это оправдать.

Ввиду того, что Европа занимает центральное место в бушующем сейчас кризисе, нет ничего удивительного, что в первой половине года все внимание было приковано к паре евро/доллар. Причем как на спотовом рынке, так и на рынке опционов. Безусловно, большое место в этой истории заняла Греция. События, развернувшиеся в Афинах, оказали существенное влияние на подразумеваемые волатильности на рынке валютных опционов. Что и говорить, выборы дважды за шесть недель обеспечили достаточно стимулов для движения.

Для начала, посмотрим на подразумеваемые волатильности по паре евро/доллар за последние 12 месяцев. Если взять в качестве ориентира одномесячную волатильность, то мы увидим устойчивый рост волатильностей после результатов первых выборов. После вторых выборов последовало резкое падение, так как цена на спотовом рынке не смогла развить значимое движение в каком-либо направлении (см. график). Такое падение подразумеваемой волатильности нельзя назвать неожиданным, принимая во внимание высокую премию за риск, связанную с выборами. Мы также построили график одномесячной реализованной волатильности спот-курса за аналогичный период и посмотрели на разницу между подразумеваемыми и реализованными волатильностями. Хотя это очень упрощенная схема, ее можно использовать в качестве надежного индикатора премии за риск, который применяет рынок в какой-либо заданный момент времени. Здесь мы снова видим, что премия за риск устойчиво росла перед вторыми выборами, после чего резко откатилась (отметим, что фактическая волатильность спот-курса после выборов увеличилась незначительно).

Какой из этого можно сделать вывод? Очевидно, что риски, связанные с выборами в Греции, немного уменьшились. Но это не значит, что Греция решила все свои проблемы или что Европа без труда

восстановится, и что финансовый кризис теперь остался позади. Многие европейские страны по-прежнему испытывают чрезвычайное давление, а финансовые рынки находятся в очень затруднительном положении. Независимо от того, в каком направлении мы будем двигаться (придем ли мы к отрицанию или кардинальным переменам), путь этот будет нелегким. Никто практически не сомневается в том, что на валютный рынок в любой момент, без предупреждения может вернуться сильная коррекция и может возобновиться рост волатильности. Вообще, мы бы рекомендовали длинные позиции по волатильности, пока подразумеваемая волатильность ненамного превышает реализованную волатильность.

Рынок валютных опционов поддается текущим настроениям и демонстрирует огромное желание игроков продавать волатильность, в то время как спот-цена зажата в узких диапазонах в условиях летнего зстоя. С момента выборов в Греции самоуверенность стала нормой. Однако, диапазонные форварды по-прежнему показывают наличие очень высокой премии по опционам на евро, указывая на тот факт, что риск сохраняется. Недавнее падение подразумеваемой волатильности следует рассматривать как возможность для покупки или хеджирования некоторых исходных рисков вложений через валютные опционы.

Однако осторожное поведение гарантировано. Прямые длинные позиции по опционам могут оказаться под угрозой в условиях спокойного лета, и инвесторы могут отдать предпочтение менее решительным стратегиям, таким как, например, спреды колл, спреды пут или календарные спреды (например, покупка однолетнего опциона и продажа трехмесячного опциона). В условиях нестабильности на финансовых рынках решающее значение будет иметь наличие ограниченных и контролируемых рисков, а также сохранение общей длинной экспозиции по волатильностям.



ПРОГНОЗ ПО АЗИИ: НАСТУПИТ ЛИ В АВСТРАЛИИ ИЛИ КИТАЕ СТАДИЯ ОТРИЦАНИЯ?

Последние данные по экономике Австралии свидетельствуют о том, что страна не слишком обеспокоена разговорами об охлаждении экономики в Китае. В первом квартале темпы роста достигли впечатляющих 1,3% кв/кв или 4,3% в годовом исчислении. Последний раз мы видели нечто подобное лишь до начала мирового финансового кризиса в 2008 году, поэтому остается надеяться, что история не повторится и нам не грозит стремительное падение до 1% в течение ближайших двух лет (хотя европейский долговой и банковский кризис явно оказывает неблагоприятное давление на Австралию). Следует отметить, что данные за первый квартал сильно запызаывают (уже ведь начался 3 квартал!), а внешние условия с тех пор сильно ухудшились. Кроме того, существуют опасения, что темпы роста экономики в Австралии зависят лишь от одного сектора - горнодобывающего - именно он обеспечивает такую хорошую прибавку к ВВП. Но неужели Австралия так и не научилась "новым трюкам"?

Данные за второй квартал показали, что рынок труда чувствует себя весьма неплохо. Количество новых рабочих мест оказалось намного выше прогнозов и в апреле, и в мае, при этом в мае наибольший прирост зафиксирован в сегменте с полной занятостью. Расходы населения внесли ощутимый вклад в рост ВВП в 1 квартале, однако, потребительское доверие замерло на прежнем уровне и, скорее всего, во втором квартале и далее мы уже не увидим столь же впечатляющих результатов. Несмотря на вялую динамику в секторе обрабатывающей промышленности (индекс менеджеров по закупкам сокращается или слабеет с января этого года), последние деловые исследования показали улучшение значений до максимумов за последний год. Значит ли это, что Резервный банк Австралии на время покончил с ослаблением монетарной политики? На последнем заседании ставки были оставлены без изменений, при этом РБА опубликовал вполне нейтральное заявление, в котором говорилось, что основные риски для австралийской экономики идут извне. В Банке уверены, что Европа остается источником потенциальных неблагоприятных потрясений, кроме того, охлаждение в Китае может продлиться несколько дольше, чем ожидалось, что повлечет неприятные последствия для экономики Австралии.

Оправданы ли опасения РБА? Пожалуй, главным из них остается объем китайского импорта. К счастью, последние майские данные говорят о некотором восстановлении после снижения в апреле, в частности, импорт вырос на 12,75% г/г, что помогло развеять страхи, связанные с тем, что неожиданное снижение ставки Банка Китая на 25 базисных пунктов предвосхищает слабые экономические показатели за май.

Сейчас мы полагаем, что снижение ставки было направлено, скорее, на стимулирование внутреннего потребления, чтобы текущее охлаждение не трансформировалась в жесткую посадку для всей экономики. Конечно, уже не раз отмечалось, что любой стимул будет меньше стимулов 2008 года, однако желание сделать финансирование более доступным все же налицо. Рынок жилья продолжает скольжение вниз, при этом все еще требуется подтверждение намерений правительства ослабить в скором времени антиспекулятивные меры в секторе недвижимости при условии дальнейшего падения.

Добавьте сюда банковский сектор, который также балансирует на грани платежеспособности, и вы получите коктейль, способный спровоцировать резкий обвал. Эти проблемы, а также неопределенность, связанная с ситуацией в других странах, стали причиной для понижения прогноза по росту до 6,5% на текущий год.

С политической точки зрения, более мягкий уровень инфляции (CPI в мае упал до 3,0% г/г - это минимум с июня 2010 года, а PPI свидетельствует о том, что это еще не предел) позволит Банку Китая активнее пользоваться инструментом понижения ставки для стимулирования экономики. Мы не исключаем еще одного снижения ставки, однако в дальнейшем полагаем, что Банк будет использовать требования к коэффициенту резервов для регулирования ситуации, что спровоцирует рост займов в юанях. Внешние факторы имеют слишком сильное влияние, поэтому мы не можем их игнорировать - они являются главным решающим фактором для наших не столь радужных прогнозов; однако, не исключено, что во второй половине года нас ждут приятные сюрпризы.

ПРОГНОЗ ПО СЫРЬЕВОМУ РЫНКУ:

Третий год подряд во втором квартале мы наблюдаем распродажу, вызванную макроэкономическими проблемами. Прогресса в разрешении долгового кризиса в Европе добиться так и не удалось; Китай, обеспечивавший половину всего роста потребления в последние годы, продолжает демонстрировать замедленные темпы развития; в США экономика также характеризуется слабостью. Основные сырьевые индексы понесли значительные потери, особенно ориентированный на энергетику индекс S&P GSCI, который отметился сильнейшим падением с момента банкротства банка Lehman в 2008 году.

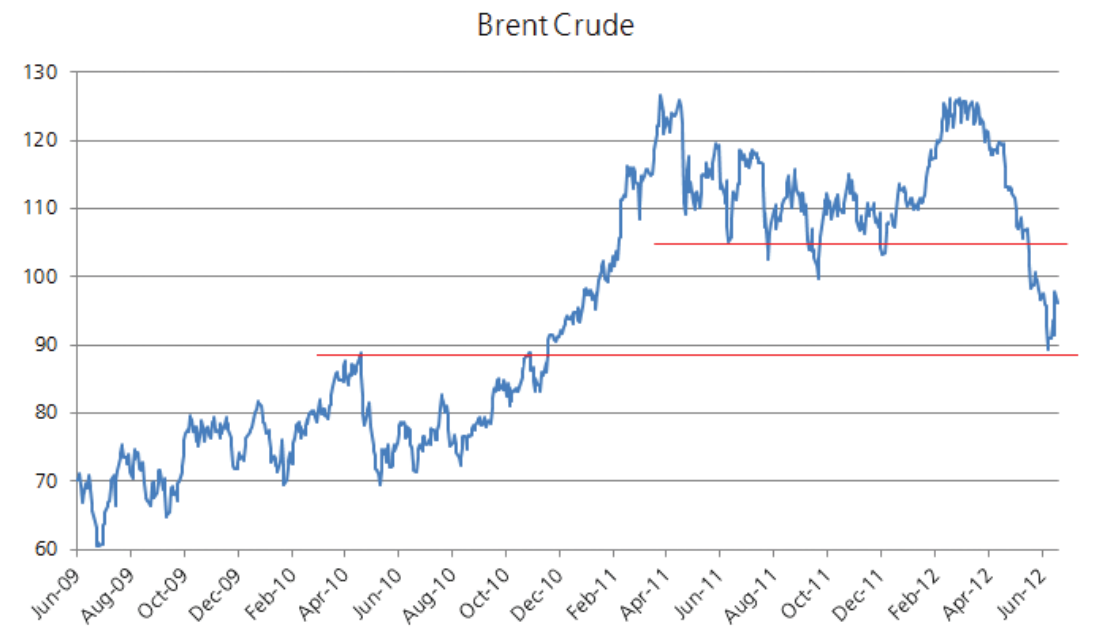
На фоне замедления экономической активности фокус сместился на падение спроса, но, как уже не раз было в прошлом, «лекарством» в случае низких цен являются сами низкие цены, и принимая во внимание вялый рост предложения, низкие уровни запасов, жесткие условия банковского кредитования и ограниченные стимулы для инвестирования у производителей, нельзя игнорировать ту ценовую поддержку, которую эта ситуация создает. Сырьевой индекс широкого рынка DJ UBS отыграл более чем 61,8% движения от минимума на момент рецессии в 2009 году до максимума

2011 года, и нам кажется, что такая распродажа была преимущественно вызвана ликвидацией длинных позиций со стороны инвесторов, которые открыли слишком много позиций, так как мировая экономика далека от уровней рецессии, и в ближайшие кварталы рост должен продолжиться.

Факторы падения	Факторы роста
<ul style="list-style-type: none">Дальнейшее замедление китайского ростаУсугубление кризиса в еврозонеУхудшение настроений инвесторовУкрепление курса доллара	<ul style="list-style-type: none">Геополитическое(ие) событие(я)Количественное смягчение в США/ЕвропеНеблагоприятные погодные условия

НЕФТЬ-УГРОЗЫ СО СТОРОНЫ СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Во втором квартале фокус на нефтяных рынках резко сменился с геополитической угрозы поставкам





нефти на проблему замедления спроса. В третьем квартале тональность торговле на рынках будут задавать две эти темы вместе с разговорами о том, когда же Саудовская Аравия понизит свой уровень добычи с тридцатилетнего максимума. Решительность и успешная попытка Саудовской Аравии в первом полугодии вернуть цены на нефть на уровень 100 долларов за баррель с заоблачных высот, возможно, уже заложила основу для восстановления спроса раньше, чем кто-либо мог себе представить. Теперь, когда страна достигла поставленной цели, должен возникнуть вопрос, когда она сократит поставки. Мы считаем, что такое решение будет принято только после того, как станут ясны последствия санкций для Ирана и пикового летнего спроса или если цена продолжит бесконтрольное падение.

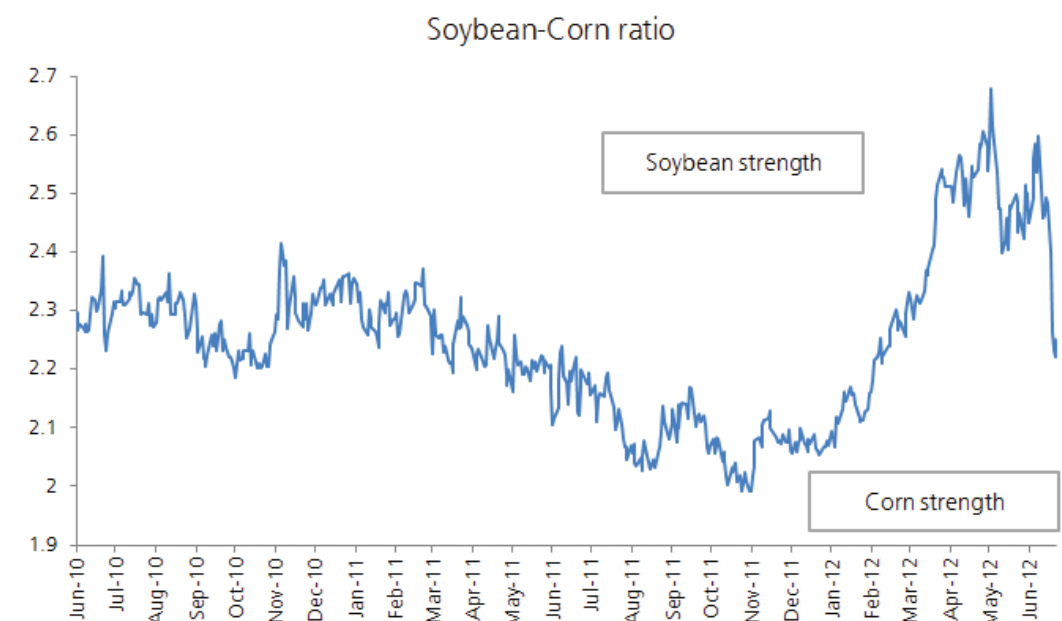
Однако сокращение добычи в Саудовской Аравии не обязательно будет воспринято как повод для покупок, так как это будет означать увеличение уровня доступных резервных мощностей в королевстве и способности реагировать на будущие сбои в поставках. Заблокированная ранее на Среднем Западе США нефть теперь устремилась на мировые рынки после того, как из центра поставки нефти сорта WTI в Кушинге (штат Оклахома) был перенаправлен трубопровод. В бли-

жайшие месяцы это также должно способствовать сокращению ценовой разницы с нефтью Brent.

С точки зрения технического анализа, существует вероятность падения цены ближе к началу 70 долларов. Фундаментальные факторы, между тем, указывают на продолжение роста спроса, хотя и более низкими темпами, что может означать, что текущие уровни слишком занижены и являются результатом антирисковых настроений и ликвидации длинных позиций. Поскольку высокие цены на нефть исполняют роль глобального налога для потребителей, падение цен на одну треть во втором квартале в конечном итоге поспособствует восстановлению спроса. Но в текущей атмосфере напряженности есть все основания ожидать, что цены упадут сильнее, чем ожидалось, прежде чем фундаментальные факторы вновь начнут оказывать поддержку. После первоначального снижения цены на нефть Brent начнут обретать поддержку и вернуться в диапазон 100-105 долларов к началу последнего квартала.

ЗОЛОТО ТОРГУЕТСЯ В ДИАПАЗОНЕ

Золото продолжает торговаться в промежутке между 1525 и 1800 долларами за унцию, и на сегодняшний день демонстрирует отрицательную



доходность в двух из последних трех кварталов. До этого мы наблюдали беспрецедентный период положительного дохода продолжительностью 12 кварталов, и такое мощное ралли часто сменяется периодом консолидации и/или коррекции. Среди хедж-фондов и других инвесторов, использующих кредитное плечо, растет недовольство динамикой золота, и поэтому они практически перестали наращивать позиции. В июне чистая длинная позиция во владении таких инвесторов достигла минимального уровня с конца 2008 года, когда шел массовый отказ от заемных средств, и мы считаем, что этот фактор вкупе с благоприятными для золота фундаментальными факторами будет оказывать металлу поддержку в течение третьего квартала. Среди фундаментальных факторов можно отметить текущие отрицательные процентные ставки и вероятность сохранения низкой ставки по федеральным фондам в США как минимум до конца 2014 года.

Препятствием для золота стало укрепление курса доллара, которое обычно имеет негативные последствия для цен, и 12-процентное падение курса индийской рупии за последний квартал, которое подорвало спрос в этой стране, являющейся крупнейшим в мире потребителем золота. В отсутствие устойчивой

движущей силы или убедительного толчка к движению постоянно меняющиеся ожидания в отношении дополнительных стимулов со стороны Федеральной резервной системы обусловили большую часть волатильности в этом году, и такая тенденция, скорее всего, сохранится в третьем квартале.

Согласно нашему базовому сценарию, важная поддержка на уровне 1500 останется в силе, что станет основой для возобновления роста во второй половине года с возможностью достижения и прорыва уровня 1800 долларов.

МЕДЬ УДЕРЖИВАЕТ ПОЗИЦИИ

Медь может стать одним из лидеров роста среди промышленных металлов в предстоящем квартале, так как в условиях пополнения запасов в Китае и продолжения роста мировой экономики, несмотря на некоторые слабые звенья, главным образом в Европе, спрос будет оставаться довольно высоким. Однако ориентироваться только на спрос недостаточно, так как на стороне предложения также есть немало трудностей, с которым нужно справляться, как например падение уровня добычи из-за перебоев в работе и снижения качества руды по мере устаревания шахт. Мы прогнозируем торговлю по

высококачественному сорту меди в промежутке между 3,25 и 4 долларами с возможным превышением верхней отметки.

СЕЛЬСКОЕ ХОЗЯЙСТВО: ПОГОДА ПРАВИТ БАЛ

В сельскохозяйственном секторе снова главным фактором движения является засуха. В США цены на три основные культуры – пшеницу, кукурузу и соевые бобы – сильно подорожали за июнь из-за страха, что урожай в стране окажется неутешительным третий год подряд. В течение третьего квартала динамика цены будет определяться в основном состоянием погоды: жаркие и засушливые условия уже негативно влияют на урожай, который может оказаться меньше, чем ожидалось. Это, в свою очередь, приведет к снижению уровня запасов, невзирая на то, что были засеяны рекордно большие площади.

Именно поэтому сейчас очень сложно прогнозировать цены, так как ценовые движения почти на 90% зависят от погоды. Хотя урожайность еще может повыситься, если вовремя начнутся дожди, мы должны готовиться к тому, что осенью нам, возможно, придется увеличить цены на кукурузу и соевые бобы, особенно для того, чтобы отрегулировать спрос, иначе уровни запасов продолжат падать.

В относительном выражении мы отдаем предпочтение ноябрьским контактам на соевые бобы перед декабрьскими контрактами на кукурузу ввиду потенциально очень низких уровней запасов соевых бобов этой осенью в сочетании с перспективой высокого спроса и неутешительными прогнозами урожая в Южной Америке.

ЗАЯВЛЕНИЕ ОБ ОТСУТСТВИИ НЕЗАВИСИМОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО АНАЛИЗА

Настоящий инвестиционный анализ подготовлен без учета каких-либо законодательных требований, разработанных с целью продвижения независимости инвестиционного анализа. Кроме того, на него не распространяются условия запрета на биржевые операции до распространения инвестиционного анализа. Saxo Bank, его аффилированные лица или персонал могут оказывать услуги для любого упомянутого здесь эмитента, искать возможности ведения бизнеса с эмитентом, держать длинные или короткие позиции или иным образом быть заинтересованными в инвестициях (включая деривативы).

Содержащаяся здесь информация не является предложением (или активным советом) купить или продать какую-либо валюту, продукт или финансовый инструмент, совершить инвестицию или принять участие в какой-либо конкретной торговой стратегии. Данный материал предоставлен исключительно в маркетинговых и/или информационных целях, и ни Saxo Bank, ни его владельцы, дочерние компании и филиалы независимо от того, действуют ли они напрямую или через представительства (далее «Saxo Bank»), не делают каких-либо заявлений или гарантий, а также не берут на себя никакой ответственности за точность и полноту предоставляемой здесь информации. При подготовке данного материала Saxo Bank не ориентировался на какие-либо конкретные инвестиционные цели получателя, на его финансовое положение и особые требования и потребности. Ничто в данном материале не должно рассматриваться как рекомендация получателю инвестировать или, наоборот, выводить инвестиции. Saxo Bank не несет ответственности за убытки получателя, понесенные в результате торговли на основании полученной информации. Все инвестиции сопряжены с риском и могут привести как к прибылям, так и к убыткам. В частности, инвестиции с использованием заемных средств, например, инвестиции в валюты, производные инструменты и сырьевые товары, могут обладать высокой степенью риска и могут сопровождаться резкими и сильными колебаниями прибылей и убытков. Спекулятивная торговля подходит не всем инвесторам, и все получатели должны тщательно проанализировать свое финансовое положение и посоветоваться с финансовым(и) консультантом(ами), чтобы понять сопутствующие риски и гарантировать подходящие условия, прежде чем делать инвестиции, выводить средства или совершать какие-либо сделки. Любое упоминание здесь о риске (если таковое имеется) не может быть и не должно считаться ни раскрытием информации о риске, ни полным описанием таких рисков. Любая представленная точка зрения может быть личным мнением автора и не обязательно отражает мнение Saxo Bank.

Все точки зрения могут меняться без предупреждения (как до публикации, так и после).

Данное сообщение относится к прошлым результатам. Прошлые показатели не являются надежным индикатором будущих результатов. Данные прошлой активности, представленные в данном сообщении, не обязательно должны повториться в будущем. Здесь не содержится заявление о том, что какая-либо инвестиция приведет или может привести к прибылям или убыткам, подобным тем, что были получены в прошлом, или что удастся избежать значительных убытков.

Заявления, содержащиеся в данном сообщении, которые не являются историческими фактами и которые могут условными данными прошлой или будущей активности, основаны на текущих ожиданиях, оценках, прогнозах, мнениях и убеждениях группы Saxo Bank. Такие заявления включают известные и неизвестные риски, факторы неопределенности и другие факторы, и поэтому на них нельзя необоснованно полагаться. Кроме того, данное сообщение может содержать прогнозные заявления. Фактические события или результаты могут существенно отличаться от тех, что были отображены или рассмотрены в таких прогнозных заявлениях.

Настоящий материал носит конфиденциальный характер. Его запрещено копировать, распространять, публиковать или воспроизводить полностью или частично, а также раскрывать другим лицам.

Любая информация или мнения, содержащиеся в данном материале, не предназначены для распространения среди каких-либо лиц или для использования этими лицами в рамках любой юрисдикции или страны, где такое распространение или использование будет считаться незаконным. Информация, содержащаяся в данном документе, не направлена на и не предназначена для «американских граждан» в том значении, в котором это указано в Законе о ценных бумагах США от 1993 года с поправками и Законе об обороте ценных бумаг США от 1934 года с поправками.

Настоящее ограничение ответственности действительно при условии соблюдения всех положений Ограничения ответственности Saxo Bank, доступных на странице www.saxobank.com/disclaimer.

Источник для всех графиков и таблиц: Bloomberg и Отдел стратегий и анализа Saxo Bank



Представительство банка «Саксо Банк А/С» в Москве:
119048, Москва, ул. Усачёва, д.2, стр.1 • Телефон +7 495 783 2001 • www.saxobank.ru