



SAXO
GROUP

TradingFloor.com

Saxo Bank представляет

ШОКИРУЮЩИЕ ПРЕДСКАЗАНИЯ

на 2016 г.

Стин Якобсен / Главный экономист / с. 2, с. 3

Джон Харди / Глава отдела стратегий на валютном рынке / с. 4, с. 7

Оле С. Хансен / Глава отдела стратегий на торгово-сырьевом рынке / с. 8, с. 9

Мадс Койфойд / Глава отдела макроэкономических стратегий / с. 6

Питер Гарнри / Глава отдела стратегий на фондовом рынке / с. 5, с. 10

Саймон Фасдал / Глава отдела торговли ценными бумагами с фиксированной доходностью / с. 9

Кристофер Дембик / Экономист / стр. 11

BURKE 2015

"Завершение парадигмы"

Так сложилось, что в этом году некоторые предсказания можно назвать "шокирующими" лишь потому, что они противоречат общепринятым рыночным прогнозам. На самом деле, многие вовсе не кажутся "шокирующими" в "нормальных" условиях - если такие вообще бывают на рынке!

Иными словами, сейчас к числу шокирующих можно смело отнести прогнозы о том, что развивающиеся рынки окажутся в числе лидеров роста, что российский рубль станет самой сильной валютой 2016 года, и что кредитные рынки рухнут под тяжестью новых эмиссий. Мы так долго жили в условиях нулевых ставок и обещаний сохранять или наращивать стимулы, что успели вырастить целое поколение трейдеров, которым не доводилось сталкиваться с повышением ставки ФРС. Подходит к концу 2015 год, а это значит, что прошло почти 12 лет (с начала 2004 года) с тех пор, когда американская экономика считалась достаточно сильной, чтобы выдержать серию повышений ставки, закончившуюся в начале 2006 года, то есть почти десять лет назад.

Впрочем, я торгую на финансовых рынках уже более 25 лет, и на моей памяти было всего три цикла повышения ставки ФРС: в 1994, 1998 и 2004 годах.

Для многих участников рынка формируется новая парадигма, при этом следует готовиться к тому, что вместе с ростом предельной стоимости денег вырастет волатильность и неопределенность.

Все это нашло отражение в Шокирующих предсказаниях на предстоящий год. И, конечно, лучшая награда для нас - это видеть, что наши предсказания не оставляют читателей равнодушными и провоцируют жаркие споры. Надеемся, что они станут для вас источником вдохновения и заставят усомниться в своих самых благодушных предположениях.

Мы призываем вас принять участие в обсуждениях - независимо от того, согласны вы с нашей точкой зрения, или хотите оспорить ее. Вся, уже довольно долгая, история шокирующих предсказаний Saxo пронизана этими спорами и стремлением уйти от стереотипов.

Позволю себе еще раз напомнить о том, что эти предсказания не являются официальными прогнозами Saxo Bank. Это десять независимых событий, которые, на наш взгляд, могут существенным образом повлиять на ваш инвестиционный портфель.

В 2015 году шокирующие предсказания нам не слишком удалось, но, путешествуя по миру в течение последних 12 месяцев, я понял, что мировые рынки находятся, в некотором смысле, "в конце пути".

Мы достигли завершающей стадии парадигмы, доминировавшей со времен мирового финансового кризиса. Программы количественного смягчения и официальная реакция властей не помогли, Китай находится в переходном периоде, а геополитика накалена до предела - это три наиболее очевидных ключевых фактора риска.

Надеюсь, что в этом году набор предсказаний поможет вам подготовиться к событиям 2016 года и, хотя из наших предсказаний вряд ли сбудется больше одного-двух, нам хочется думать, что эти "шокирующие" прогнозы, по меньшей мере, более правдоподобны, чем общепринятое и традиционно ошибочное мнение.

Желаю вам хороших праздников и удачной торговли в 2016 году!

Куда пойдет EURUSD? К 1,23...

Стин Якобсен / Главный экономист / Шокирующие предсказания 2016



Много лет назад, в 1989 году я писал один из своих первых аналитических обзоров, в котором предполагал, что курс USDDEM опустится к 1,23. Это предсказание было действительно шокирующим, и мои прежние коллеги при встрече до сих пор напоминают мне о нем (в то время курс доллара по отношению к немецкой марке составлял 1,60).

Сейчас снова пришло время для 1,23, но на этот раз по EURUSD. В четырех из последних пяти циклов повышения ставки ФРС доллар достигал пиковых значений примерно во время первого повышения, подчеркивая обратную зависимость динамики валютного курса от цикла монетарной политики Центробанка.

Рост EURUSD не только заставит Европейский центральный банк потерять лицо, но и пойдет вразрез с общепринятым мнением, ведь большинство инвесторов и трейдеров уверены, что до паритета EUR и USD буквально рукой подать.

На макроэкономическом уровне динамика доллара станет единственным значимым фактором, который будет определять чистую доходность во всех классах активов. Тут ирония заключается в том, что если доллар не начнет слабеть, мир, скорее всего,

погрузится в глубокую рецессию, поскольку сильный доллар увеличивает долговую нагрузку для развивающихся стран с большими обязательствами в американской валюте, снижает прибыли для крупных американских компаний, усиливает нисходящее давление на стоимость сырьевых активов и ведет к снижению темпов роста на развивающихся рынках в целом, которые на сегодняшний день отвечают за 50% роста мировой экономики.

Иными словами, путь наименьшего сопротивления для поиска равновесия и усиления роста - это снижение доллара в том случае, если запланированная монетарная и фискальная политика принесут ожидаемые результаты.

В Европе сейчас огромный профицит текущего счета, что, в сочетании с низкой инфляцией, с точки зрения логики макроэкономической теории, должно вести к укреплению, а не ослаблению валюты. Дно достигнуто, круг замкнулся, это значит, что настало время для снижения доллара в рамках ключевой политической реакции, направленной на стимулирование роста американской и, соответственно, мировой экономики.

Российский рубль вырастет на 20% к концу 2016 года

Джон Харди / Глава отдела стратегий на валютном рынке / Шокирующие предсказания 2016



К концу 2015 года сочетание падающих цен на нефть и финансовые санкции в отношении России в связи с ситуацией на Украине сильно осложнили ситуацию для российских активов и российской валюты - рубля.

Но в 2016 году цены на нефть снова вырастут, поскольку спрос со стороны США и, в первую очередь, Китая, будет опережать чрезмерно пессимистичные прогнозы, а рост объема добываемой нефти в США замедлится или вовсе остановится из-за финансовых проблем в компаниях сланцевой отрасли.

Это благая весть для зависимой от энергоносителей экономики России. Между тем, в 2016 году Федрезерв США позволит американской экономике немного перегреться, поскольку сильный доллар вынудит регулятора поднимать ставки слишком медленно. Это большая удача для развивающихся рынков и их валют, в особенности для России,

где медведи сырьевого рынка в 2016 году окажутся не у дел.

Между тем, российские активы и рубль могут получить дополнительную поддержку: обострение геополитической обстановки в мире позволило России и Западу сесть за стол переговоров, обеспечив тем самым реальную возможность для выхода из жесткого противостояния, в результате которого российские активы в течение года и более оставались недооцененными на мировом уровне.

Деньги международных инвесторов и репатрируемая прибыль снова хлынут в российскую экономику. К концу 2016 года российский рубль вырастет против бивалютной корзины, включающей в себя евро и доллар, на 20%, в том числе и за счет высоких процентных ставок в России.

Единороги Кремниевой долины вернутся с небес на землю

Питер Гарнри / Глава отдела фондового рынка / Шокирующие предсказания 2016



В первой половине 2015 года сделки с венчурным капиталом упали до минимума за последние 25 лет, поскольку компании кинулись инвестировать в "единорогов" - стартапы с оценочной стоимостью более 1 млрд долл. Такая охота за потенциальными хитами привела к формированию пузыря в сегменте американских технологичных компаний, не зарегистрированных на бирже.

Таким образом, 2016 год может напомнить нам историю Кремниевой долины 2000 год - многие стартапы будут медлить с монетизацией и материальными бизнес-моделями, чтобы набрать больше пользователей и достичь критической массы.

Помните это фанатичное помешательство на кликах и просмотрах страниц вместо выручки и прибылей?

Fidelity недавно списал стоимость доли в Snapchat на 25%, подчеркнув растущую

неопределенность в отношении оценочной стоимости технологичных компаний с венчурным капиталом. При этом не будем забывать, что Snapchat оценивался с коэффициентом цена-продажа примерно на уровне 160x.

Повышение ставки в США в 2016 году учитывается во всех классах активов, соответственно, доходность альтернативных инвестиций в стартапы с венчурным капиталом будет расти. В сочетании с консолидацией фондового рынка США в 2016 г. это заставит понервничать инвесторов венчурных фондов, которые рассчитывают на IPO.

Однако суровая реальность такова: рынок не станет покупать технологичные компании с венчурным капиталом по такой завышенной цене. Массовое падение перекроет поток венчурного финансирования и остановит рост цен на жилье в Сан-Франциско (это самый переоцененный рынок недвижимости в США).

Олимпиада даст толчок для восстановления развивающихся рынков во главе с Бразилией

Мадс Койфойд / Глава отдела макроэкономической стратегии / Шокирующие предсказания 2016



Образец слабости развивающихся рынков - Бразилия, с ее рецессией, падением потребительского доверия, ростом безработицы и валютным кризисом. Курс USDBRL в этом году вырос почти в два раза, доверие упало к минимальным уровням за последние десять лет, а безработица, напротив, достигла самых высоких уровней за последние пять лет.

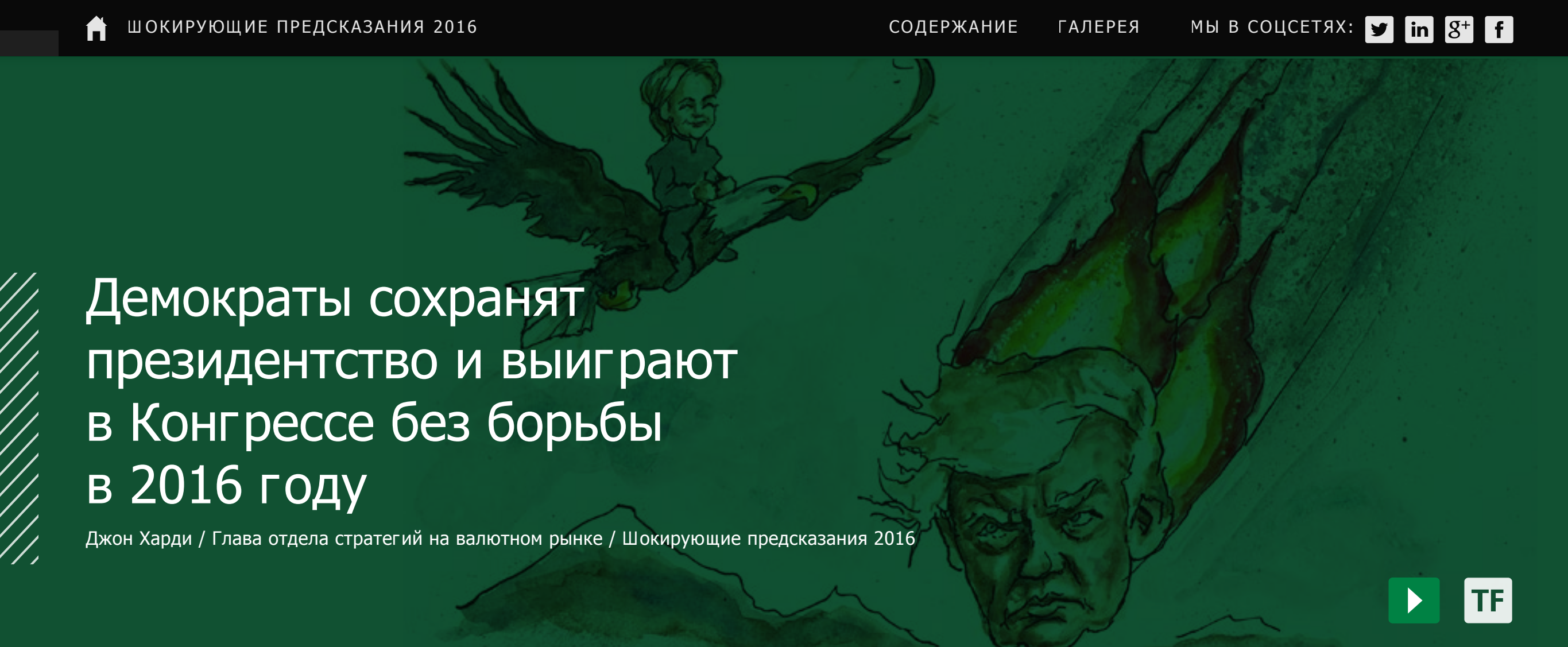
Да, и чтобы не забыть: годовой показатель ВВП остается отрицательным на протяжении пяти кварталов подряд, и их число может перевалить за десяток, прежде чем спад закончится. Однако не только Бразилии приходится учиться жить после завершения супер-цикла на сырьевом рынке, который плавно перерос в масштабное падение цен на нефть, охлаждение глобального производственного цикла во главе с Китаем и в рост долларовых долговых обязательств. Для полноты картины добавьте сюда неопределенность в отношении первого повышения ставки ФРС за последние десять лет.

Ситуация тревожная, однако мы надеемся на то, что Олимпийские игры помогут

развивающимся рынкам излечиться, а фондовые рынки этого сегмента войдут в число лидеров роста. Опережающие индикаторы в Китае стабилизировались, а в Индии - начали расти; последние стимулирующие меры также улучшают прогноз.

Стабилизация, инвестиционные расходы на Олимпиаду и умеренные реформы смогут поддержать настрой в Бразилии, а дешевые локальные валюты будут способствовать росту экспорта из развивающихся стран. Предстоящее повышение ставки ФРС провоцирует разные волнения на развивающихся рынках, однако многие забывают, что во время цикла ужесточения акции развивающихся стран, как правило, опережают не только другие фондовые индексы, но и рынки гос. облигаций. Индекс MSCI развивающихся рынков сейчас торгуется с форвардным коэффициентом P/E всего 12,1 по сравнению с 18,8 на развитых фондовых рынках - неоправданный дисконт. Итог: акциям развивающихся рынков уготован блестящий год и победа над облигациями и другими фондовыми индексами.

Итог: Акции развивающихся рынков вырастут на 25% в 2016 году!



Демократы сохранят президентство и выигрывают в Конгрессе без борьбы в 2016 году

Джон Харди / Глава отдела стратегий на валютном рынке / Шокирующие предсказания 2016



В 2016 году предварительные президентские выборы от партии республиканцев закончатся хаосом, поскольку после долгого и губительного процесса номинации избирателям с большим трудом удастся выбрать очередного слабого кандидата-центриста. Дональд Трамп будет разбит в пух и прах, а вместе с ним - и партия республиканцев, оставив деморализованных избирателей без достойных кандидатов на выборах в президенты и в конгресс.

В Конгрессе республиканцы окажутся низвергнутыми, поскольку в ближайшие четыре года раскол в партийных рядах будет расти из-за междоусобицы относительно будущего партии. Это приведет к победе демократов без борьбы благодаря успешной кампании, нацеленной на повышение явки избирателей.

Эта кампания уже набирает обороты среди наиболее многочисленного поколения

американцев: молодых, разношерстных, либерально настроенных, слишком образованных и безработных людей поколения двухтысячных, которые массово голосуют за демократов, устав от политического тупика и отсутствия работы за последние восемь лет.

После выборов курс доллара может сначала упасть, поскольку угроза нового демократического правительства с левым уклоном, лишенная республиканского обструкционизма - довольно-таки опасный актив. Однако ближе к концу года настроения резко изменятся: осознание того, что политическое большинство - редкое явление в США - способно протолкнуть новые фискальные стимулы для поддержания экономического роста, обусловит стремительный рост доллара и рынков активов в целом.

Паника в ОПЕК вернет цены на нефть к \$100 за баррель.

Оле С. Хансен / Глава отдела стратегий на товарно-сырьевом рынке / Шокирующие предсказания 2016



В начале 2016 года рынок нефти останется под давлением из-за высоких показателей перепроизводства, при этом неизбежное увеличение экспорта со стороны Ирана усилит нисходящую динамику. В первом квартале цены на нефть Brent достигнут и преодолют минимумы рецессии 2009 года из-за стойкости американских производителей.

Продажи будут обусловлены капитуляцией инвесторов биржевых фондов и новыми рекордно высокими короткими позициями хедж-фондов на рынке фьючерсов.

Стоимость сырой нефти в ОПЕК упадет до минимальных уровней с 2009 года, при этом сомнения в правильности стратегии "поставляй и властвуй" начнут одолевать всех членов картеля - экономические последствия коснутся всех 12 стран. Наконец-то появятся долгожданные признаки сокращения добычи в странах за пределами ОПЕК. В удобный момент ОПЕК застигнет рынок врасплох неожиданным снижением

объемов добычи. Этот шаг остановит нисходящую спираль, и цены начнут быстро восстанавливаться, а инвесторы поспешат занять длинные позиции на рынке.

Спрос по-прежнему сохраняет уверенные темпы роста, поэтому нужно концентрироваться на сокращении запасов за счет отказа от многомиллиардных проектов, которые стали нерентабельными в условиях низких цен. В сочетании с возвращением премии за геополитический риск на Ближнем Востоке и в других нефtezависимых регионах это приведет к росту цен.

На пике восходящего тренда цены снова приблизятся к 100 долл. США за баррель, однако затем нефть вернется в диапазон 50-70 долларов. Для этого одного сокращения объемов добычи в ОПЕК будет мало, геополитическая напряженность будет провоцировать краткосрочные взлеты цен в течение 2016 года.

Серебро разорвет золотые оковы и вырастет на 33%

Оле С. Хансен

Глава отдела стратегий на товарно-сырьевом рынке / Шокирующие предсказания 2016



Агрессивная политика ФРС обрушит рынок корпоративных облигаций

Саймон Фасдал

Глава отдела торговли ценными бумагами с фиксированной доходностью
Шокирующие предсказания 2016



Стоимость серебра определяется динамикой цены на золото и на промышленные металлы. Падение в 2015 году - третий год подряд - было связано с опасениями относительно спроса (промышленные металлы) и ужесточения политики ФРС (золото).

Однако в конце 2015 года горнодобывающие компании начали реагировать на падение цен сокращением объемов добычи таких ключевых металлов как цинк и медь.

Серебро часто является побочным продуктом, добываемым вместе с другими металлами, включая медь, цинк и золото, на долю первичного производства приходится треть всего объема добычи. Цены на цинк и медь в конце 2015 года упали до минимального уровня за последние шесть лет на фоне падения китайского спроса, поэтому единственный способ поддержать цены - это снизить объемы добычи.

В 2016 году этот процесс, начатый такими крупными производителями как Glencore и BHP Billiton, продолжится.

Добыча серебра в связи с этими сокращениями снижает экономическую активность и спрос на таких ключевых рынках как Китай, но при этом способствует росту в Европе и США, повышая тем самым доверие к серебру. Стремление политиков сократить углеродные выбросы за счет поддержки возобновляемых источников энергии также поддерживает промышленный спрос на этот металл, который используется для производства фотоэлементов.

В результате, серебро подорожает на треть, оставив остальные металлы далеко позади. Опережающая динамика относительно золота заслуживает особого внимания - серебро обгонит золото на 20%, а коэффициент золото/серебро вернется к среднему значению за 10 лет на уровне 59.

В августе Рей Далио, основатель Bridgewater Associates, заявил о том, что следующим шагом ФРС будет не повышение ставки, а снижение, поскольку ужесточение монетарной политики на фоне дефляционных процессов противоречит здравому смыслу. Более того, он также утверждал, что завершение длительного долгового цикла серией ужесточающих шагов неизбежно приведет к панике на рынке, поскольку бесконечные кредиты и заемные средства в условиях низких ставок переросли в гигантский суперцикл. Иными словами: пузырь стал слишком большим, чтобы его можно было лопнуть.

Однако в конце 2016 года Федрезерв придет к выводу, что у него нет другого выбора, а признаки перегрева на рынках - труда, жилья, акций и облигаций, - настроят главу регулятора Джанет Йеллен на решительный лад, что приведет к серии агрессивных повышений ставки. Несмотря на то, что этого шага ждут уже давно, он спровоцирует масштабные распродажи на всех крупных рынках облигаций, доходность устремится вверх, увлекая за собой размер премии по рисковому активам. Ничего особенного, все в рамках сценария повышения ставки.

Но потом случится нечто ужасное, нечто напоминающее апокалипсис рынка облигаций после банкротства Lehman. Торговля облигациями и маркет-мейкинг практически исчезли из балансов банков и брокеров, это значит, что элемента, жизненно необходимого для функционирования рынка, просто больше не существует. Осознание придет слишком поздно, и все покупатели - пенсионные фонды, фонды облигаций и страховые компании, а также фонды паритета рисков с огромным кредитным плечом - в панике устремятся на выход, поскольку сверхсовременные модели риска начнут одновременно бить тревогу.

Но у рынка больше не будет подушки безопасности в виде покупательской способности банков, противоположных рыночных интересов и трейдерских котировок. Последствия будут катастрофическими: рынок облигаций просто рухнет, а торговая активность полностью исчезнет на некоторых крупных рынках, обездвижив их на много недель в конце 2016 года.

Эль-Ниньо спровоцирует рост инфляции

Питер Гарнри / Глава отдела фондового рынка / Шокирующие предсказания 2016



По прогнозам синоптиков, 2015 и 2016 годы станут самыми жаркими за всю историю, что приведет к увеличению числа засушливых периодов в мире.

Изменчивая погода последних лет также привела к росту числа наводнений и других разрушительных погодных явлений.

Более того, феномен Эль-Ниньо в этом году будет самым мощным за всю историю и приведет к дефициту влажности во многих областях Юго-Восточной Азии и к засухе в Австралии. Это пагубно отразится на мировом сельском хозяйстве. Низкие урожаи сельскохозяйственных продуктов приведут к падению предложения на фоне роста

спроса в условиях мировой экономической экспансии.

В результате индекс Bloomberg Agriculture Spot вырастет на 40%, обеспечив долгожданное инфляционное давление. Оно обрадует Центробанки в развитых странах, которые ведут неравный бой с дефляционными мегатрендами, обусловленными плохой демографией, снижением частного потребления и избыточной производительностью труда.

В конечном счете, под влиянием этих факторов изменится затяжной тренд стагнации заработных плат и низких чистых инвестиций, так долго терзавший развитие экономики.

Неравенство посмеется над роскошью

Кристофер Дембик / Экономист / Шокирующие предсказания 2016



Роскошь - это проявление социального неравенства. Показное потребление предметов роскоши - это способ продемонстрировать свою принадлежность к элите. Элита готова переплачивать за привилегию и возможность отличаться от остального общества. Мы называем это эффектом сноба.

Деньги, потраченные на роскошные автомобили, украшения и одежду, можно было бы использовать для улучшения инфраструктуры и образования или для борьбы с нищетой. В этом смысле роскошь - это чистые экономические убытки.

С начала мирового финансового кризиса бедность в Европе выросла из-за экономического спада и фискальных ограничений. По оценкам Международной организации труда, 123 млн человек в ЕС рискуют оказаться за чертой бедности, а это четверть всего населения Европы. В 2008 году это число не превышало 116 млн.

Столкнувшись с растущим неравенством и безработицей, превышающей 10%, Европа планирует ввести базовый единый доход, который гарантирует всем людям, независимо

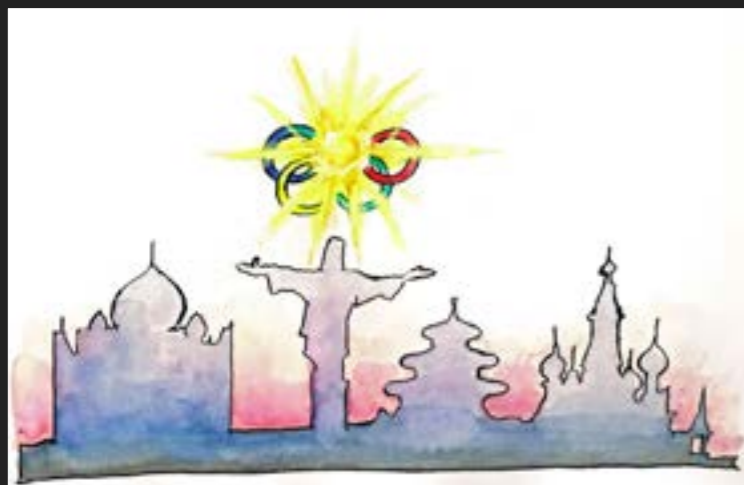
от наличия работы, возможность удовлетворения основных потребностей.

В Испании эту идею поддерживает левая популистская партия Подемоса. Финляндия в ближайшие месяцы планирует запустить эксперимент в ряде областей, а Швейцария запланировала референдум по этому вопросу на 2016 год.

Во Франции более 10% населения рискуют оказаться за чертой бедности или в социальной изоляции. В 2016 году Франция также будет решать вопрос о предоставлении всему населению базового дохода и ограничении максимальных заработных плат, чтобы справиться с неравенством и достичь более равномерного роста.

В более эгалитарных обществах с другими ценностями спрос на предметы роскоши резко упал. Потребители теперь выбирают товары массового производства и высокие технологии. Падение спроса в Европе и экономический спад в развивающихся странах, в частности, в Китае, привели к обвалу в сегменте предметов роскоши. Продажи мирового лидера в этой отрасли - LVMH - упали более чем на 50%.

Иллюстрация Криса Берка



ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ ДЛЯ ВНУТРЕННЕГО ИНВЕСТИЦИОННОГО ИССЛЕДОВАНИЯ

Данное инвестиционное исследование не было подготовлено в соответствии с юридическими требованиями, разработанными для продвижения независимости инвестиционного исследования. Также, оно не является условием запрета на дилинг до распространения инвестиционного исследования. Компания Saxo Bank A/S, ее зависимые предприятия, или сотрудники, могут предоставлять услуги, привлекать клиентов, держать длинные или короткие позиции или иным образом совершать операции с инвестициями (включая производные инструменты) любого из упомянутых здесь эмитентов.

Информация, представленная здесь, не является предложением (равно как приглашение делать оферты) на покупку или продажу любой валюты, продукта или финансового инструмента, осуществление любых инвестиций или приглашением к участию в любой торговой стратегии.

Данный материал предоставлен исключительно в маркетинговых и/или информационных целях, при этом компания Saxo Bank A/S, ее владельцы, дочерние и зависимые предприятия, действующие напрямую, или через представительства ("Saxo Bank"), не дают никаких заверений или гарантий, и не несут ответственности за точность или полноту предоставленной здесь информации. Предоставляя данный материал Saxo Bank, не принимает во внимание инвестиционные цели, особые инвестиционные задачи, финансовое положение, потребности или требования каких бы то ни было отдельных получателей данной информации, и ничто из представленных здесь материалов не является рекомендацией для получателей в отношении инвестиций или продажи инвестиций, при этом Saxo Bank не несет ответственность перед получателями информации за убытки, возникшие в результате осуществления торговых операций в соответствии с информацией, которая была воспринята в качестве 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 относительно принятия инвестиционных решений или осуществления транзакции. Любое упоминание в публикации риска, при наличии, не является и не должно рассматриваться как полное раскрытие

или исчерпывающее описание всех рисков. Любая публикация может быть выражением личного мнения автора, и может не совпадать с мнением Saxo Bank, которая оставляет за собой право менять любую публикацию без предварительного уведомления (до или после таких изменений).

Данный материал ссылается на прошлые результаты. Прошлые результаты не гарантируют конкретных результатов в будущем. Указания на прошлые результаты, размещенные в данном материале, не гарантируют их повторения в будущем. Компания не делает заявлений о том, что любая инвестиция приведет или может привести к прибыли или убыткам, аналогичным прошлым периодам, а также о вероятности избежания существенных убытков.

Заявления, представленные в данной публикации, 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 Saxo Bank. Такие заявления сопряжены как с известными, так и с неизвестными рисками и другими факторами неопределенности, на которые не следует чрезмерно полагаться. Кроме этого, данный материал может содержать "утверждения прогнозного характера". Фактические события или результаты могут существенно отличаться от данных, представленных и предусмотренных в таких утверждениях прогнозного характера.

Этот материал является конфиденциальным и не предназначен для копирования, распространения, публикации и воспроизведения полностью или частично или передачи любому другому лицу.

Информация или мнения, изложенные в этой публикации, не предназначены для распространения или использования в юрисдикции или в стране, где такое распространение или использование является незаконным. Информация в этом 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.

Это ограничение соответствует Полному ограничению ответственности Saxo Bank, www.saxobank.com/disclaimer

