

INSIGHT

КВАРТАЛЬНЫЙ ОБЗОР РЫНКА

1-й кв. 2022 г.

ОСНОВНЫЕ ТЕМЫ



ГЛОБАЛЬНОЕ
СТРАТЕГИЧЕСКОЕ
РАСПРЕДЕЛЕНИЕ
АКТИВОВ



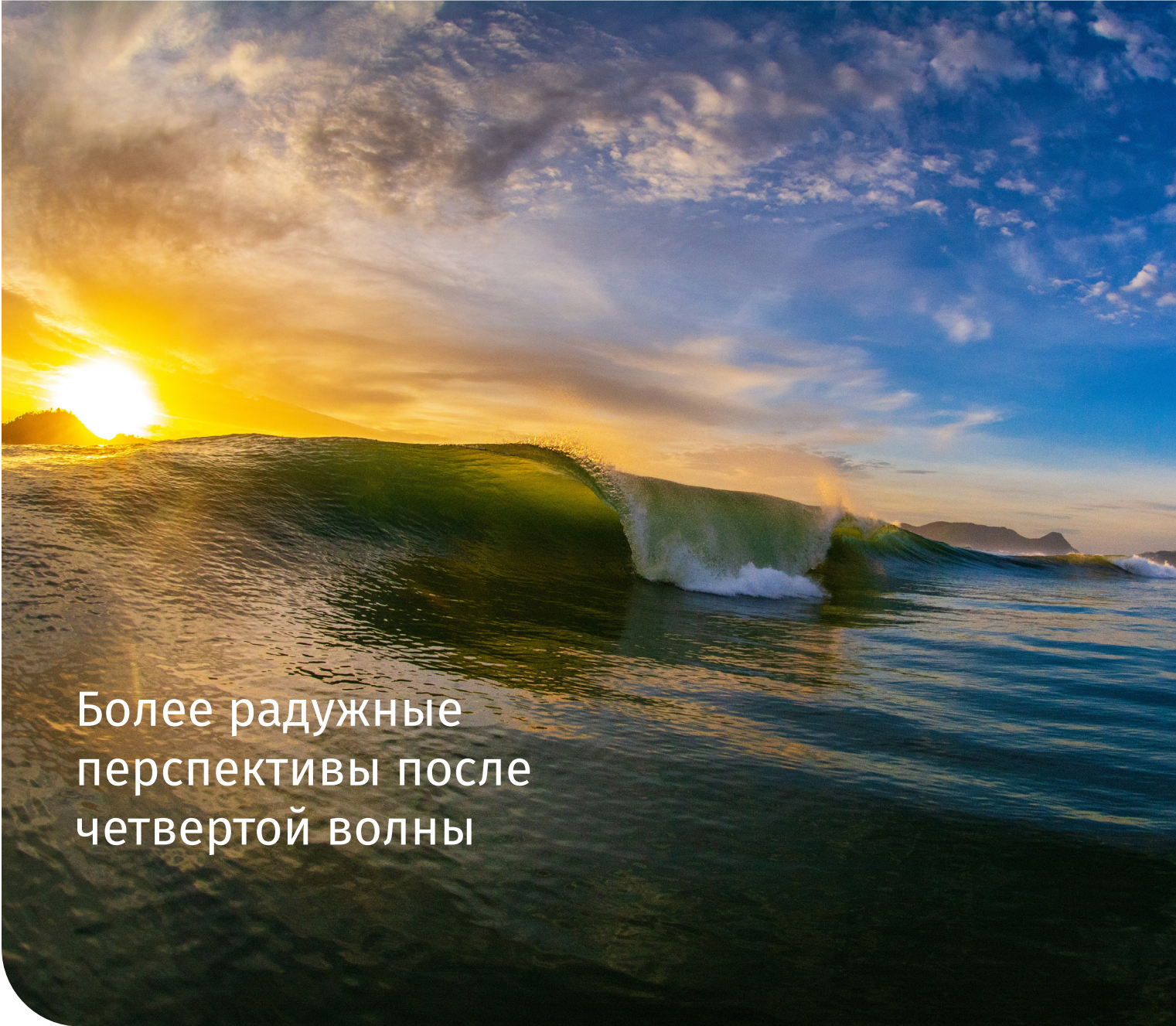
РЕГИОНАЛЬНОЕ
РАСПРЕДЕЛЕНИЕ
АКТИВОВ



ГЛОБАЛЬНЫЙ
ВЫБОР ЦЕННЫХ
БУМАГ



РЕГИОНАЛЬНОЕ
ФОРМИРОВАНИЕ
ПОРТФЕЛЯ



Более радужные
перспективы после
четвертой волны

ОБЗОР

Пандемия COVID-19: неопределенность сменяется более оптимистичными прогнозами

ВЕЛИКОБРИТАНИЯ

Риск стагфляции

ЛАТИНСКАЯ АМЕРИКА

Политическая обстановка в условиях пандемии

ТЕМА НОМЕРА

Дефицит рабочей силы?

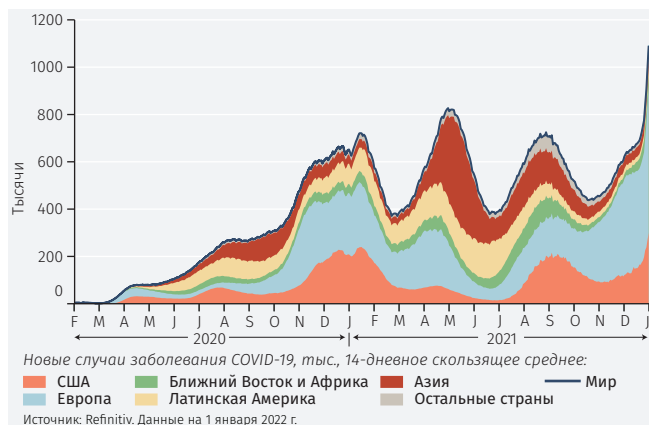
ОБЗОР

Несмотря на то, что опасения, связанные с пандемией COVID-19, сохраняют свою актуальность в первой половине года, в целом в 2022 году мы оптимистично оцениваем перспективы мирового экономического роста. На фоне прогнозируемого снижения темпов инфляции экономическая обстановка остается в большей степени благоприятной.

Четвертая волна пандемии

В начале 2022 года первостепенной проблемой планетарного масштаба вновь должен стать всплеск заболеваемости коронавирусом, т. е. так называемая четвертая волна (см. рисунок 1). Уже в конце 2021 года рост мировой экономики замедлился вследствие распространения штамма «омикрон», вступления в силу ряда ограничений на передвижение и связанного с этим ухудшения потребительских настроений. Тем не менее последствия для экономики в разных странах значительно отличались. Среди развитых регионов в первую очередь пострадала Европа. США, напротив, демонстрируют относительно устойчивый экономический рост.¹

1. Четвертая волна COVID-19

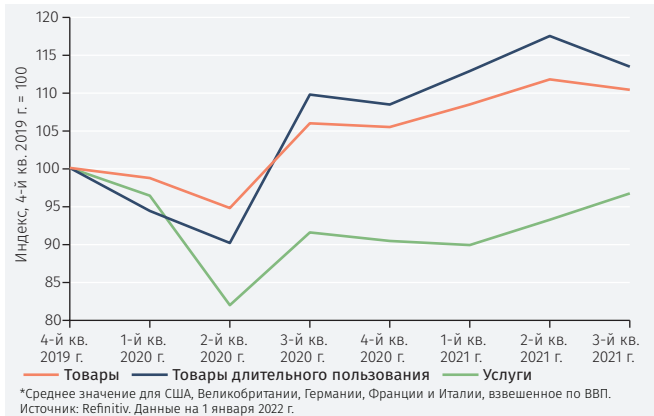


В некоторой степени глобальная экономика привыкла к влиянию пандемии коронавируса. Мировой экономический рост резко замедлился после первой волны начиная с марта 2020 года, однако более устойчиво реагировал на последующие вспышки заболеваемости. Потенциал восстановления экономики к концу 2022 года сохраняется; по нашим прогнозам, в развитых странах совокупный рост ВВП достигнет примерно 4,5%, а в развивающихся — чуть более высоких значений.

Сбережения и расходы

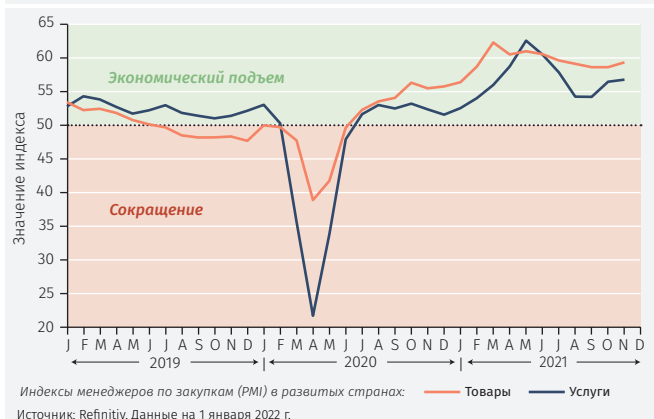
Такая оценка основана на ожидаемых изменениях по трем направлениям. Во-первых, восстановление потребительских расходов на услуги, такие как развлечения, путешествия и развлекательные мероприятия. Последние данные по основным развитым странам (за период до третьего квартала 2021 года) демонстрируют, что такие расходы по-прежнему находятся ниже уровня, существовавшего до пандемии (см. рисунок 2). Потребители могут позволить себе траты за счет сбережений домохозяйств, накопленных за время пандемии, и повышения благосостояния вследствие увеличения стоимости активов. Например, в США на конец третьего квартала 2021 года чистый капитал домохозяйств составил 144,7 трлн долл. США, что практически на четверть выше уровня непосредственно

2. Потребительские расходы в развитых странах*



до начала пандемии. Насколько такой рост накоплений приведет к увеличению расходов, конечно, будет зависеть от уверенности потребителей и их готовности к тратам. Данные опросов среди менеджеров по закупкам указывали на некоторое улучшение в секторе услуг до начала распространения штамма «омикрон» (см. рисунок 3), что может свидетельствовать об уже начавшемся восстановлении расходов в этой области. Пока рано говорить об устойчивости тенденции, однако мы оцениваем перспективы оптимистично. Потребители и многие компании в значительной степени научились жить в условиях пандемии. В 2022 году мы прогнозируем увеличение доли вакцинированных в странах, пока отстающих по этому показателю, а также вероятное внедрение новых методов лечения, в частности медикаментов от COVID-19.

3. Индексы менеджеров по закупкам (PMI) в развитых странах: продукты и услуги



Во-вторых, мы предвидим ослабление давления на цепочки поставок — это позволит удовлетворить отложенный спрос на некоторые виды товаров и восстановить уровень запасов. Больше всего от такого давления пострадали отрасли автомобилестроения и потребительской электроники.

¹ Согласно прогнозу GDPNow Федерального резервного банка Атланты от 4 января 2022 г., рост в годовом исчислении в 4-м квартале 2021 г. ожидается на уровне 7,4%. <https://www.frbatlanta.org/cqer/research/gdpnow>

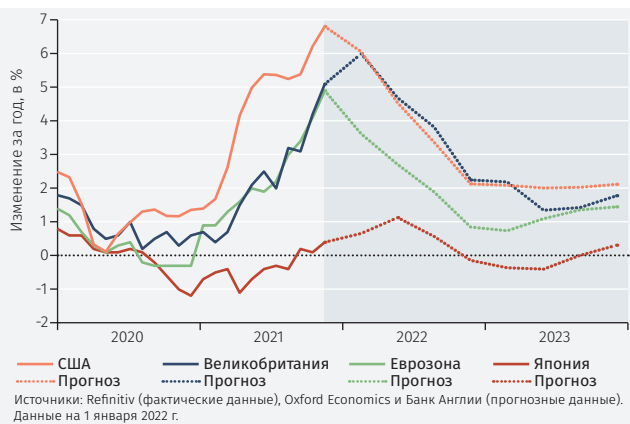
ОБЗОР

В-третьих, наблюдается значительная потребность в расходах на зеленую инфраструктуру. Затраты на обеспечение чистых нулевых выбросов парниковых газов к 2050 году оцениваются в 4 трлн долл. США в год в течение следующих 25 лет, или в совокупности 100 трлн долл. США. Доходность государственных облигаций как в номинальном, так и в реальном выражении остается на низком уровне, что может свидетельствовать о сохранении глобального избытка сбережений, который можно использовать для вложения средств в необходимое развитие инфраструктуры.

Низкая доходность государственных облигаций и длительная стагнация

Доходность облигаций также является индикатором того, что темпы инфляции с большой вероятностью будут снижаться. В первом квартале вероятно достижение максимальных уровней инфляции, после чего будет наблюдаться ее снижение в направлении к 2% (см. рисунок 4).

4. Уровни инфляции в развитых странах



Доходность наиболее длинных государственных облигаций, таких как 30-летние бумаги казначейства США, которая формируется под влиянием других факторов, нежели чем тенденции инфляции лишь на ближайšie пару лет, уже несколько лет снижается (см. рисунок 5). Это может свидетельствовать не только о глобальном избытке сбережений, но и о долгосрочных дефляционных тенденциях. Если это действительно так, можно ожидать, что после восстановления в 2021 и 2022 годах темп роста мировой экономики вернется к относительно низкому уровню, существовавшему до пандемии (2% или ниже для основных развитых стран).

5. Доходность 30-летних облигаций казначейства США



Глобализация и развивающиеся страны

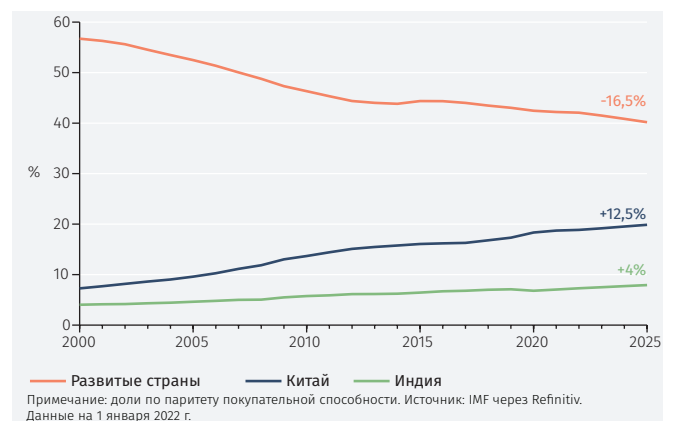
Актуальными остаются еще два важных вопроса, касающиеся долгосрочной динамики мировой экономики. Во-первых, можно ли говорить о том, что глобализация находится под угрозой, в частности из-за тенденции к релокации (решорингу) производства, т. е. возврату выведенных за рубеж производств? Мы полагаем, что влияние релокации ограничено некоторыми факторами, в том числе дефицитом квалифицированной рабочей силы в странах, которые хотят вернуть производство из-за рубежа (см. раздел «Тема номера» на стр. 11), и сложной организацией глобальных цепочек поставок. По нашему мнению, международная торговля продолжит развиваться примерно на уровне 2012–2019 годов (см. рисунок 6), при этом сфера услуг, возможно, будет расти более быстрыми темпами.

6. Рост мировой торговли



Во-вторых, сохранится ли влияние развивающихся стран на рост мировой экономики? На практике сокращение доли развитых стран в мировом ВВП, наблюдающееся с 2000 года (см. рисунок 7), объясняется влиянием всего двух развивающихся стран — Индии и Китая. Мы полагаем, что другие развивающиеся страны теперь смогут преодолеть это отставание благодаря переходу на цифровые технологии.

7. Доля в мировом ВВП



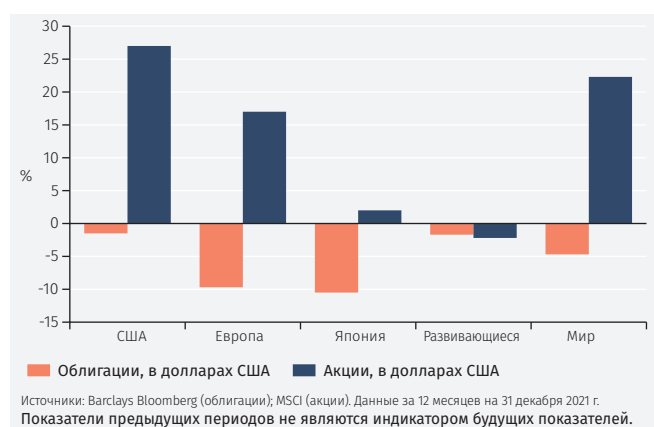
ПОКАЗАТЕЛИ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

В 2021 году мировые рынки акций, в первую очередь США, продемонстрировали высокие результаты. Американский доллар укрепился в отношении большинства валют. Рынки облигаций находились под давлением увеличения доходности, что отражало опасения по поводу инфляции.

Показатели финансовых рынков

Согласно индексу совокупного роста MSCI World в долларах США, в 2021 году мировые рынки акций выросли на 22,3% (см. рисунок 8). Динамика мирового рынка облигаций по индексу Bloomberg Barclays Global Aggregate Index², напротив, была отрицательной и составила -4,7%. Практически на всех рынках рост в долларовом выражении был снижен падением курса местной валюты.

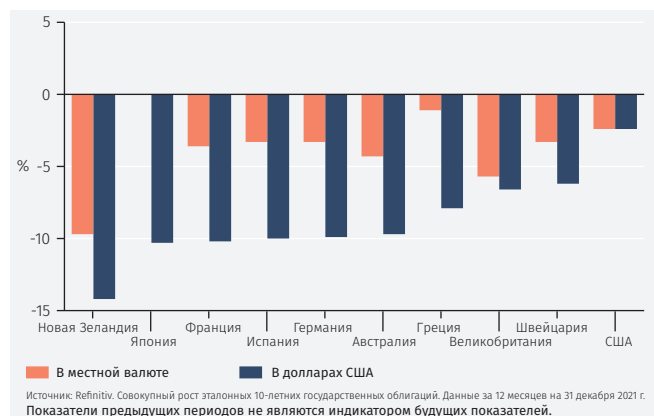
8. Показатели финансовых рынков



Рынки облигаций

На рынках облигаций в 2021 году наблюдалось общее увеличение доходности по долговым обязательствам с длительными сроками погашения (и, как следствие, снижение цен на них). В США доходность 10-летних облигаций выросла на 59 базисных пунктов до 1,5%, в Германии — на 40 базисных пунктов, оставшись при этом отрицательной (-0,18%) (см. рисунок 9). Наибольший прирост доходности по облигациям был зафиксирован в Новой Зеландии — на 131 базисный пункт до 2,4%.

9. Динамика рынка облигаций



В большей степени это было вызвано опасениями касательно сохранения высокой инфляции и будущего повышения ключевых процентных ставок центральных банков.

В Великобритании доходность по 10-летним облигациям выросла больше, чем в США, при этом фунт стерлингов также продемонстрировал умеренное ослабление по отношению к американскому доллару. Ослабление японской иены в сочетании с нулевым ростом в местной валюте привели к тому, что результаты в долларовом выражении достигли резко отрицательных значений.

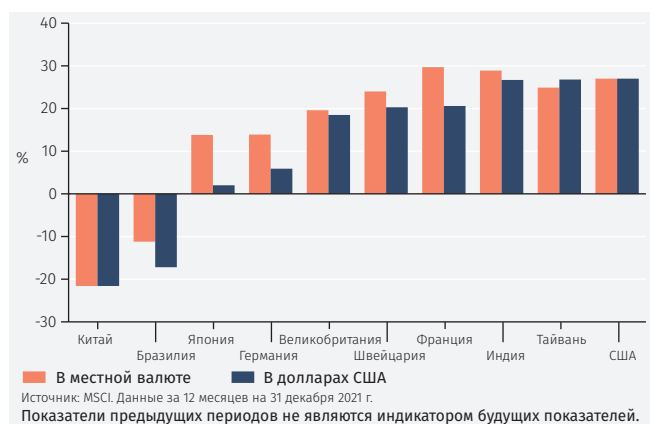
На всех рынках облигаций еврозоны и в еще большей степени в Швейцарии рост в долларах США был меньше из-за ослабления местных валют.

Рынки акций

На основных развитых рынках наилучшую динамику продемонстрировали акции американских компаний, выросшие на 27% в 2021 году (см. рисунок 10). Технологические компании оказали важнейшее значение как на рост акций США, так и на сильные показатели рынка Тайваня. В Европе следует отметить лучший рост рынков Франции и Швейцарии в сравнении с Германией, объясняющийся в основном различной структурой фондовых индексов (французские и швейцарские индексы характеризуются более высокой долей акций производителей люксовых товаров и фармацевтических компаний соответственно).

Хотя рост японских акций составил 13,8% в иенах, ослабление иены привело к тому, что в долларовом эквиваленте он составил всего 2,0%. Среди основных развивающихся рынков Индия продемонстрировала наилучший результат, в то время как китайский рынок показал плохую динамику. В Китае рост рынка сдерживался беспокойством по поводу изменений в законодательстве и перспектив сектора недвижимости, особенно начиная с середины года.

10. Динамика рынка акций



² Индекс Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index — это бенчмарк государственных облигаций и корпоративных долговых обязательств инвестиционного уровня на развитых и развивающихся рынках 24 стран.

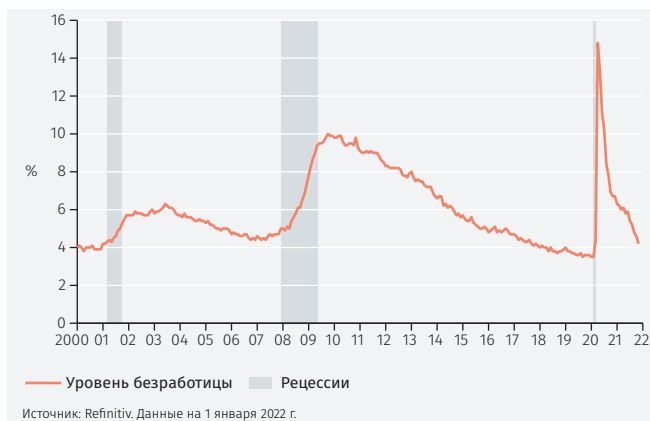
США

Экономика США, особенно рынок труда, успешно восстанавливается после пандемии. После преодоления некоторых сложностей в первом квартале экономика страны предположительно будет расти на горизонте всего 2022 года.

Высокий спрос на рынке труда

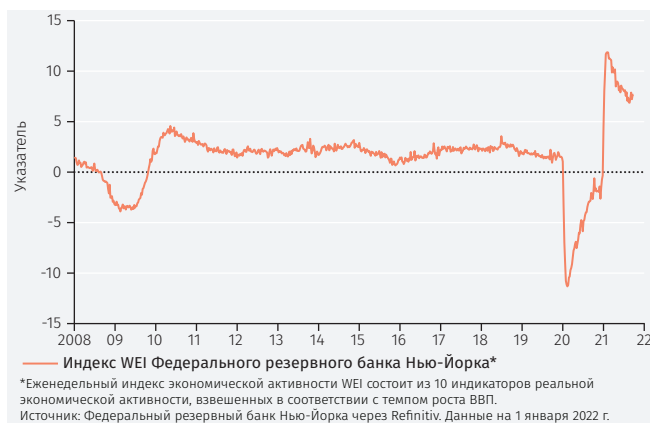
Вероятно, наиболее очевидным признаком восстановления экономики США после пандемии можно считать резкое падение уровня безработицы (см. рисунок 11). По состоянию на ноябрь 2021 года он составлял всего лишь 4,2%, что ненамного выше показателя, наблюдавшегося до пандемии. После мирового финансового кризиса на возвращение к докризисному значению потребовалось десять лет. Зафиксированное к настоящему времени более быстрое восстановление может свидетельствовать о гибкости рынка труда США. Например, по мере перехода розничных продаж в цифровые каналы уровень занятости в физических розничных магазинах снизился, но при этом увеличилось число вакансий на складах и производстве. Однако это также отражает снижение доли экономически активного населения и сокращение рабочей силы. Этот вопрос мы подробно рассматриваем в разделе «Тема номера» на стр. 11.

11. Уровень безработицы в США



Очевидно, что важную роль в восстановлении экономики сыграли меры регулирования, оперативно принятые в условиях пандемии, а именно снижение процентных ставок практически до нулевого уровня, масштабное приобретение активов со стороны ФРС и меры прямой фискальной поддержки. В 2022 году стимулирующие меры будут уменьшены, что представляет собой риск для роста американской экономики.

12. Еженедельный индекс экономической активности США



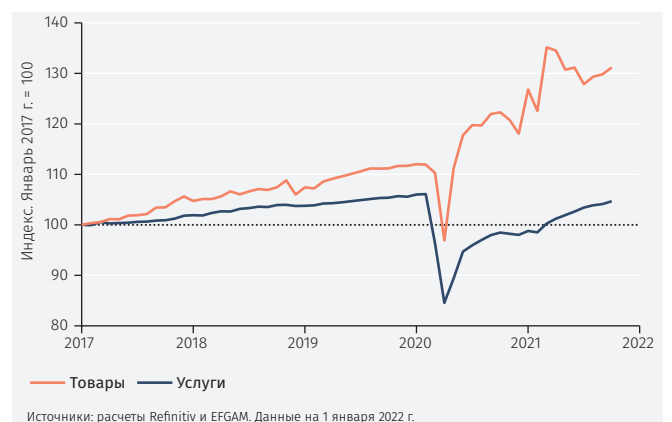
*Еженедельный индекс экономической активности WEI состоит из 10 индикаторов реальной экономической активности, взвешенных в соответствии с темпом роста ВВП.
Источник: Федеральный резервный банк Нью-Йорка через Refinitiv. Данные на 1 января 2022 г.

Сохранение роста и сложности в 2022 году

Развитию экономики США угрожают еще три фактора, для каждого из которых характерны свои временные рамки. В ближайшем будущем на покупательские расходы и объемы производства может негативно повлиять распространение штамма «омикрон». На данный момент высокочастотные индикаторы экономической активности свидетельствуют лишь об умеренном замедлении темпов роста реального ВВП США в конце 2021 года (см. рисунок 12). В целом же от последнего квартала прошлого года можно ожидать уверенного экономического подъема. Вместе с тем дальнейшее развитие пандемии невозможно предсказать — и это единственное, что можно с уверенностью утверждать о коронавирусе.

В 2022 году мы прогнозируем восстановление потребительских расходов на услуги, такие как путешествия, туризм, посещение развлекательных мероприятий и забота о здоровье. Эти расходы по-прежнему находятся ниже уровня, существовавшего до пандемии (см. рисунок 13), — в отличие от расходов на товары, в особенности товары длительного пользования, траты на которые значительно возросли. Однако существует риск того, что восстановление расходов на услуги в 2022 году будет несколько задержано.

13. Динамика потребительских расходов в США



Третье опасение связано с тем, что после возобновления экономической активности в 2022 году темп роста экономики США может вновь замедлиться. В период с 2012 по 2019 годы средний годовой рост составлял примерно 2,0%, что в целом остается ожидаемым уровнем в связи с долгосрочными тенденциями в сферах производительности и демографии.

Гораздо менее вероятным является риск сохранения инфляции на высоком уровне в течение более длительного периода, чем ожидалось, с соответствующей реализацией более агрессивных мер по удержанию инфляции со стороны ФРС. Более вероятный на наш взгляд сценарий — снижение инфляции к концу 2022 года, при этом потребность в ужесточении политики ФРС будет ограничена, поэтому, возможно, регулятору не придется трижды повышать ставку по федеральным фондам на 25 базисных пунктов, на что участники рынка рассчитывали в начале 2022 года.

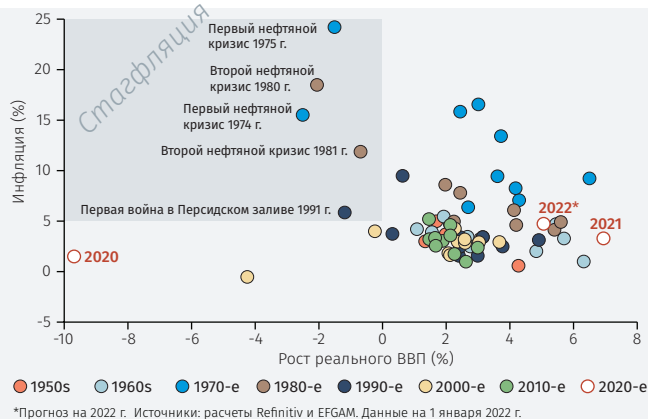
ВЕЛИКОБРИТАНИЯ

В прошлом Великобритания уже сталкивалась со стагфляцией — отсутствием роста или сокращением реального ВВП при высоком уровне инфляции. В настоящее время существует риск — пусть и временный — повторения такой ситуации.

Стагфляция в прошлом

«Мы не используем термин "стагфляция"», утверждает председатель Банка Англии Эндрю Бэйли.³ В отличие от регулятора, остальные участники рынка говорят о данном явлении все чаще. Стагфляция означает сочетание стагнации в экономике (т. е. отсутствие роста или сокращение реального ВВП) и высокого уровня инфляции. В прошлом Великобритания трижды сталкивалась со стагфляцией (см. рисунок 14) — в периоды с 1974 по 1975 годы и с 1980 по 1981 годы, а также в 1991 году. Первые два периода относятся к нефтяным кризисам, когда цены выросли примерно на 300% и 200% соответственно. Третий период, совпавший с первой войной в Персидском заливе, характеризовался менее существенным повышением цен на нефть (на 34%).

14. Стагфляция в Великобритании



Поскольку за время между наиболее резким спадом в 2020 году и пиком в 2021 году цены на нефть выросли на 270%, можно говорить о новом риске стагфляции. Конечно, корреляция не обязательно означает причинно-следственную связь. Монетаристы могут заметить, что подобным периодам высокой инфляции в прошлом предшествовал быстрый рост денежной массы. Однако прошлые кризисы также характеризовались мягкой фискальной политикой и ослаблением фунта стерлингов.

Текущая угроза

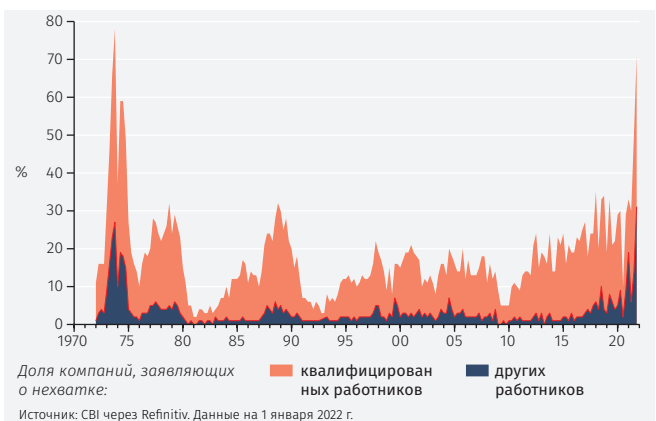
Краткосрочные прогнозы со всей очевидностью указывают на существование угрозы стагфляции. Влияние штамма «омикрон» на рост ВВП, вероятнее всего, приведет к сокращению данного показателя за период с ноября по декабрь 2021 года. Снижения экономического роста также можно ожидать в последнем квартале 2021 года и первом квартале 2022 года. Это означает, что по состоянию на начало года ВВП Великобритании по-прежнему будет находиться на более низком уровне, чем до пандемии (см. рисунок 15).

15. ВВП Великобритании в месячном выражении



По последним прогнозам Банка Англии, в первом квартале инфляция достигнет своего пикового значения около 6%. Наблюдается явное давление со стороны издержек производства, вызванное не только повышением цен на нефть, но и нехваткой рабочей силы (см. рисунок 16) и перебоями в цепочках поставок. Как и в прошлом, этому способствовали быстрый рост денежной массы, резкое увеличение дефицита государственного бюджета и ослабление фунта стерлингов. Поэтому в начале 2022 года вполне вероятно ситуация, при которой на основании показателя экономического роста и инфляции можно будет говорить о наличии в Великобритании стагфляции. Вместе с тем по итогам всего 2022 года ожидается быстрый рост ВВП и некоторое снижение уровня инфляции (консенсус-прогнозы указывают на среднее изменение, равное 5% в годовом выражении по обоим параметрам), так что потребность в использовании столь не любимого Банком Англии термина в конечном итоге отпадет.

16. Дефицит рабочей силы, ограничивающий производство



³ Пресс-конференция по докладу о денежно-кредитной политике от 4 ноября 2021 г. <https://tinyurl.com/2bket9ps> Бен Бродбент, заместитель председателя Банка Англии, отвечающий за денежно-кредитную политику, предпочитает для объяснения роста инфляции и сокращения ВВП вследствие высоких цен на нефть использовать формулировку «классическое потрясение, приводящее к компромиссному решению».

ЕВРОЗОНА

Очевидные сложности, связанные с управлением монетарной политикой различных государств — членов еврозоны, усугубляются высокими и отличными друг от друга уровнями инфляции и большим разрывом между фактическим и потенциальным объемом производства.

Рекордный уровень инфляции в еврозоне

В ноябре 2021 года уровень общей инфляции потребительских цен в еврозоне вырос до 4,9%, что является рекордным показателем с момента введения в обращение евро в 1999 году. Вместе с тем без учета цен на энергоносители и необработанные продукты питания уровень инфляции составлял менее половины от данной отметки — 2,4% (см. рисунок 17). Такие показатели используются центральными банками исходя из допущения о том, что исключение волатильных компонентов, таких как продукты питания и энергоносители, позволяет лучше оценить базовые тенденции.

17. Общая и базовая инфляция в еврозоне



Если уровень 2,4% действительно более репрезентативно отражает базовую инфляцию, то в целом он соответствует симметричному целевому значению Европейского центрального банка, в июле 2021 года установленному на уровне 2%. Несмотря на то, что изменение целевого показателя по сравнению с прошлой формулировкой «менее 2%, но близко к этому уровню» может показаться незначительным, мы считаем это важным шагом. В частности, он означает, что временное повышение инфляции до уровня более 2% является приемлемым.⁴

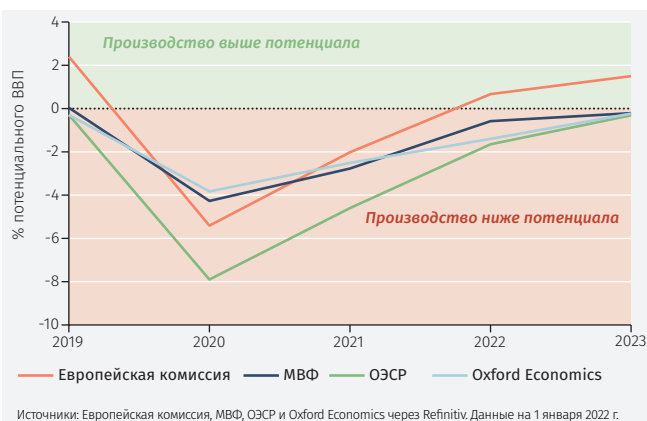
Два повода для беспокойства

Вместе с тем существуют два фактора, вызывающие опасение касательно перспектив инфляции.

Во-первых, ВВП стран еврозоны по-прежнему не достиг своего потенциала. По разным оценкам, четыре из которых представлены на рисунке 18, объем производства в 2021 году был ниже своего потенциально возможного значения на 2—4,5%. По всем оценкам, кроме одной, разрыв сохранится как в 2022, так и в 2023 году. В обычных обстоятельствах можно было бы ожидать, что столь масштабный разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства будет сдерживать инфляцию. Следовательно, текущее значение базовой инфляции на уровне свыше 2% вызывает больше вопросов, чем может показаться на первый взгляд. Кроме того, оценки разрыва объемов производства сильно разнятся в 19 государствах — членах еврозоны, для некоторых из которых уже зафиксировано превышение потенциального значения (страны Балтии и Словения), тогда как по ряду крупных государств (в частности, Италии и Франции) такое превышение ожидается в 2023 году.

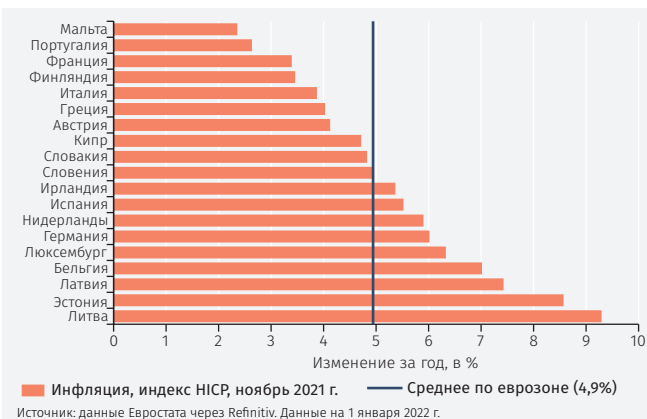
⁴ «Новая стратегия ЕЦБ: позитивные моменты в условиях неоднозначности», Стефан Герлах, <https://tinyurl.com/2zuj338a>

18. Оценки разрыва производства в еврозоне



Во-вторых, различия в уровнях инфляции, частично отражающие описанную разницу в разрыве объемов производства, являются наиболее заметными за весь период с момента введения в обращение евро (см. рисунок 19). Текущие уровни инфляции в прибалтийских странах составляют 7—9%, в то время как на Мальте и в Португалии этот показатель лишь незначительно превышает 2%.

19. Инфляция в странах еврозоны



Весьма вероятно, что в течение 2022 года ЕЦБ по-прежнему будет придерживаться мягкой денежно-кредитной политики, возможно, памятуя об ошибках, совершенных в прошлом (повышение процентных ставок в июле 2008 года на фоне временного пика цен на нефть и в преддверии мирового финансового кризиса).

В частности, в течение всего 2022 года вероятно сохранение практики приобретения активов — именно на нее придется практически весь эффект от выпуска новых гособлигаций.

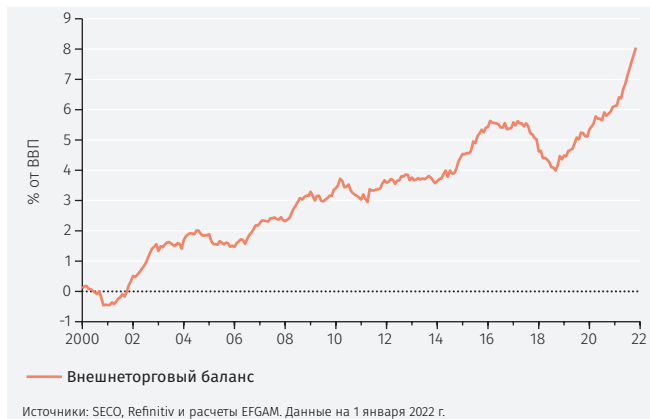
ШВЕЙЦАРИЯ

Экономика Швейцарии продолжает курс на восстановление. Ожидается, что ВВП страны вырастет более чем на 3,5% в 2021 году и примерно на 3% в 2022 году. Столь благоприятный прогноз основан на укреплении международной торговли и мягкой денежно-кредитной политике.

Увеличение профицита торгового баланса

Швейцария, небольшая страна с открытой экономикой, во многом зависит от международной торговли. Кроме того, специализация на производстве фармацевтической и химической продукции способствует высокой конкурентоспособности швейцарского экспорта. Благодаря этому в ноябре 2021 года профицит торгового баланса Швейцарии за период предыдущих 12 месяцев вырос до рекордных 58,2 млрд швейцарских франков, что эквивалентно 8,1% ВВП (см. рисунок 20). Быстрый рост объемов экспорта оказывает благоприятное влияние на производственный сектор, который пока что справлялся с перебоями в глобальной цепочке поставок успешнее, чем большинство торговых партнеров Швейцарии.

20. Швейцария: внешнеторговый баланс



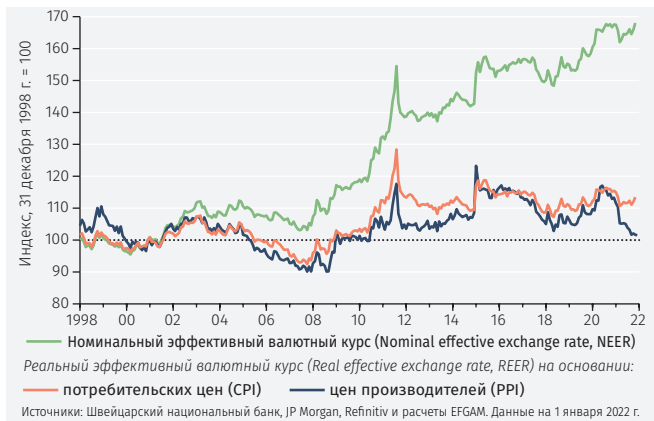
Экспансионистская политика национального банка

Несмотря на благоприятный прогноз развития, Швейцарский национальный банк продолжает проводить экспансионистскую денежно-кредитную политику, основанную на отрицательных процентных ставках и готовности к валютным интервенциям для предотвращения чрезмерного укрепления национальной валюты.

Центробанк повысил свой прогноз по инфляции на 2022 год, однако прогнозы на 2023 и 2024 годы не изменились и предусматривают инфляцию на уровне 1%. Следовательно, ожидается, что на горизонте действия политики инфляция сохранится на нижней границе диапазона от 0% до 2%, который регулятор использует для определения стабильности цен. Это отражает надежду на снижение в будущем цен на энергоносители и устранение перебоев в цепочках поставок. Таким образом, центробанк обозначил, что в ближайшее время не считает необходимым менять монетарную политику.

Более того, председатель национального банка Томас Йордан объяснил, что последствия укрепления швейцарского франка были смягчены высокой

21. Индексы курса швейцарского франка



инфляцией в других странах, поэтому реальный валютный курс, скорректированный с учетом инфляции потребительских цен, остался практически на том же уровне, что и в начале пандемии (см. рисунок 21).

Курс швейцарского франка

Вместе с тем анализ разницы цен производителей позволяет сделать иные выводы.⁵ По этому показателю с начала пандемии швейцарский франк продемонстрировал ослабление на 7,5% и вернулся к уровням конца 1990-х годов. Более того, недавнее увеличение разницы в инфляции цен производителей в Швейцарии (3,3% в ноябре) по сравнению с еврозоной (21,9% в октябре) и США (13,6% в ноябре) свидетельствует о том, что прогнозный равновесный курс швейцарского франка⁶ существенно вырос по сравнению с корзиной из доллара США и евро (см. рисунок 22). Это может быть индикатором дальнейшего укрепления швейцарского франка и основанием ожидать в относительно ближайшее время достижения паритета по валютному курсу евро / швейцарский франк.

22. Валютная корзина для швейцарского франка и ППС*



⁵ Используется индекс цен производителей (PPI) как индикатор, позволяющий достоверно оценивать экспортные цены и публикующийся на ежемесячной основе в большинстве стран.

⁶ На основе паритета покупательной способности (ППС).

АЗИЯ

Прогнозы экономического роста Китая за последние двадцать лет неоднократно вызывали опасения. В настоящее время к краткосрочным проблемам относятся пандемия COVID-19, кредитование и тенденции в строительном секторе. В более отдаленной перспективе повышенную актуальность приобретут вопросы демографии и управления страной.

Китай: опасения сохраняются

За последние двадцать лет перспективы экономического роста Китая неоднократно ставились под сомнение (см. рисунок 23). Некоторые риски носили внешний характер (например, мировой финансовый кризис), в то время как другие были связаны с внутренней ситуацией в стране. Каждый раз опасения оказывались преувеличенными. Китай смог избежать резкого замедления развития, в частности благодаря грамотному политическому регулированию.

23. Развитие Китая: опасения сохраняются



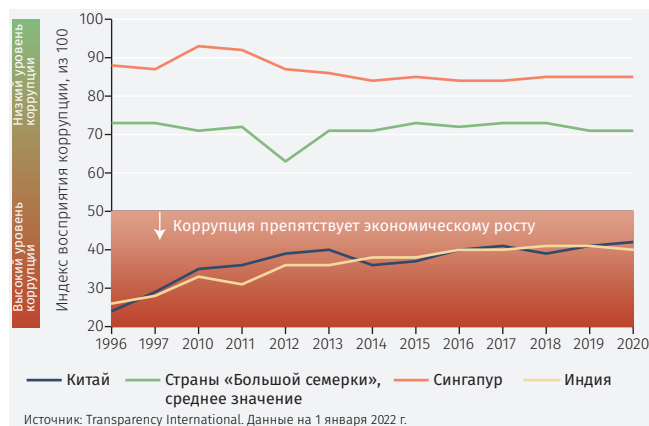
Сейчас связанные с Китаем проблемы можно разделить на краткосрочные и более серьезные долгосрочные. Политика «нулевой терпимости» Китая к коронавирусу предусматривает массовую вакцинацию, незамедлительные строгие меры для сдерживания вспышек заболеваемости и жесткие ограничения на въезд в страну и выезд из нее. В случае введения в будущем новых локдаунов и ограничений на передвижения, например если вакцины будут менее эффективны в борьбе с новыми штаммами коронавируса, это окажет негативное влияние на торговлю и экономический рост.

Помимо этого актуальны опасения, связанные с сектором жилой недвижимости, где наблюдается резкое сокращение объемов продаж и нового строительства (см. рисунок 24).

24. Китай: продажи, строительство и цены на жилую недвижимость



25. Восприятие коррупции в странах Азии



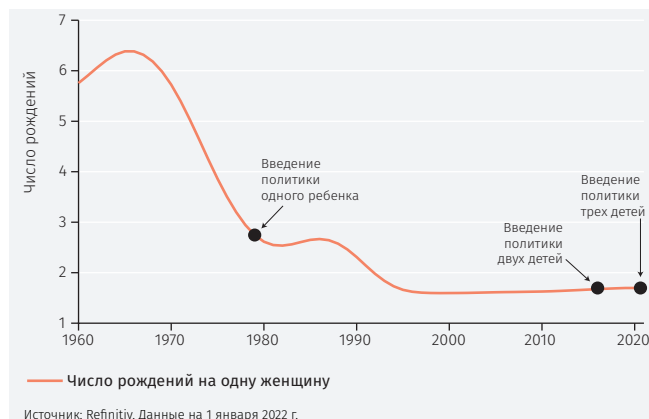
Поскольку на долю жилой недвижимости приходится от четверти до половины экономического роста Китая, а финансирование в большей степени осуществляется за счет долговых инструментов, риски очевидны. Наиболее возможным вариантом развития событий по-прежнему представляется постепенное урегулирование проблемы долга на горизонте многих лет, нежели чем повторение сценария Lehman Brothers. Это объясняется в основном тем, что китайские банки, контролируемые в преимущественной степени государством, с большой вероятностью примут меры по реструктуризации долгов, связанных с недвижимостью, с использованием государственной поддержки в той или иной форме.

Управление и демография

В долгосрочной перспективе серьезные вопросы вызывают две темы: управление страной и ее демографическая ситуация. Китайская экономика по-прежнему ассоциируется с высоким уровнем коррупции, который препятствует экономическому росту (см. рисунок 25). Аналогичная ситуация наблюдается и в Индии. Развитие Китая также замедляется демографическими тенденциями. Несмотря на снятие ограничений на количество детей в семье, коэффициенты рождаемости заметно снижаются (см. рисунок 26). Численность населения трудоспособного возраста определенно достигла пикового показателя (см. раздел «Тема номера» на стр. 11).

Можно говорить о том, что решение нынешних китайских проблем потребует больше усилий, чем в прошлом.

26. Коэффициент рождаемости в Китае



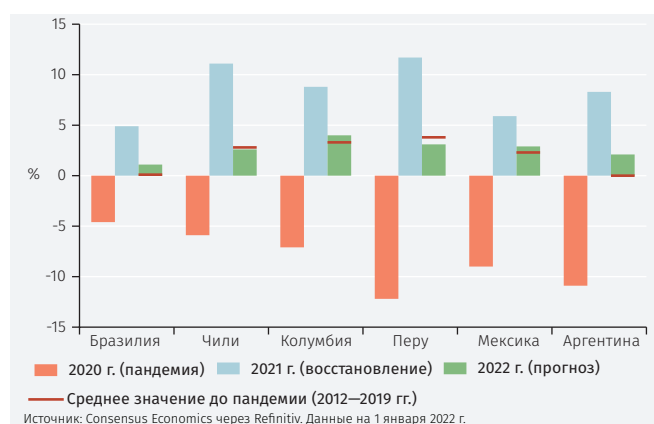
ЛАТИНСКАЯ АМЕРИКА

После резкого восстановления в 2021 году темп роста Латинской Америки, скорее всего, постепенно стабилизируется в 2022 году на более низких уровнях. Представляется, что риски для экономического роста данного региона, в частности Бразилии, были преувеличены.

Возвращение к норме

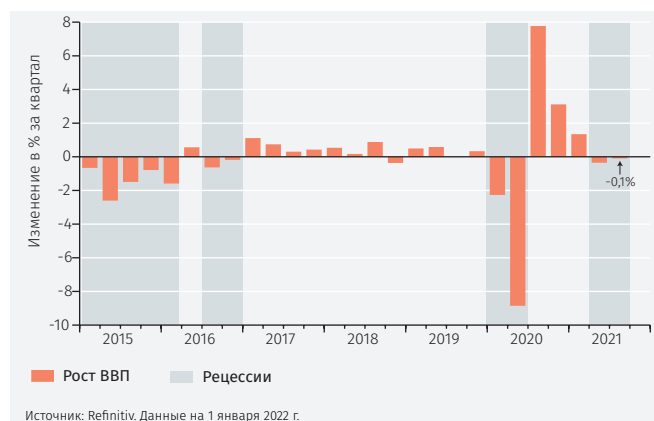
Латинская Америка — один из регионов, в большей степени затронутый пандемией COVID-19 в 2020 году, но продемонстрировавший уверенное восстановление экономики в 2021 году. Столь стремительный рост, вероятно, сменится в 2022 году на темпы развития, сопоставимые с уровнем до пандемии (см. рисунок 27).

27. Рост ВВП стран Латинской Америки: возвращение к уровням до пандемии



Перспективы роста Бразилии оцениваются специалистами весьма скептически. За период с 2015 года экономика страны переживает уже четвертый спад (см. рисунок 28), при этом прогнозы на 2022 год были серьезно пересмотрены в сторону ухудшения. Опасения вызывает ужесточение политики, в частности повышение процентных ставок, а также политическая нестабильность в преддверии президентских выборов в ноябре. Это может ограничить привлечение иностранных инвестиций и дальнейшую реализацию структурных реформ.

28. Четвертая рецессия в Бразилии с 2015 года



Бразилия: более оптимистичный прогноз

Пессимистичные прогнозы в отношении Бразилии представляются нам преувеличенными. Действительно, процентные ставки резко выросли, но это положительный индикатор, свидетельствующий

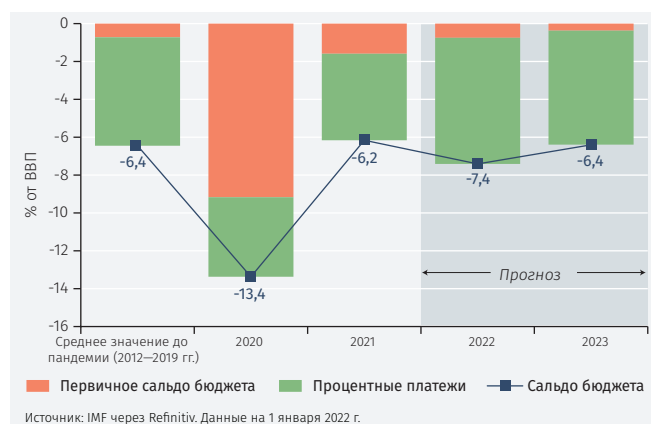
о независимой позиции центрального банка, что, как мы полагаем, приведет в дальнейшем к снижению инфляции, процентных ставок и доходности облигаций. Кроме того, правительство ответственно подходит к фискальной политике. Несмотря на то, что доля государственного долга по отношению к ВВП в 2020 году значительно увеличилась (на фоне сокращения номинального ВВП), восстановление экономики привело к возврату этого показателя почти до уровня, существовавшего до пандемии (см. рисунок 29).

29. Увеличение долговой нагрузки Бразилии



Конституция страны ограничивает повышение государственных расходов в реальном выражении (с учетом инфляции). Действие этого законодательного требования было временно приостановлено в 2020 году, приведя к резкому увеличению первичного дефицита бюджета (см. рисунок 30). На тот момент это была приемлемая мера. В настоящее время наблюдается восстановление баланса — даже при том, что повышенные процентные платежи будут оказывать влияние на общий дефицит бюджета.

30. Сальдо бюджета Бразилии



Кроме того, несмотря на определенные трудности в начале пандемии, Бразилия смогла добиться неплохих результатов в борьбе с коронавирусом, в основном благодаря производству вакцин на территории страны.

ТЕМА НОМЕРА: ДЕФИЦИТ РАБОЧЕЙ СИЛЫ?

Одним из неожиданных последствий пандемии коронавируса стало снижение доли экономически активного населения, т. е. работающих или ищущих работу, в общей численности населения. Учитывая уже имевшиеся демографические проблемы, можно ли говорить о существовании в мире дефицита рабочей силы?

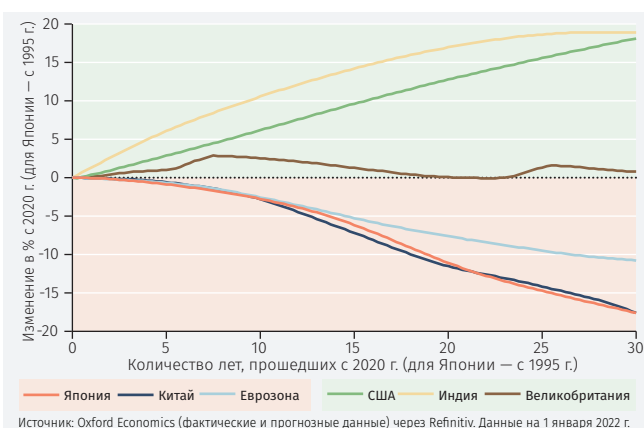
Мальтузианская ловушка

Опасения, связанные с бурным ростом численности населения, высказывал еще Томас Мальтус два столетия назад. По его мнению, численность населения будет расти гораздо быстрее, чем производство продуктов питания в мировом масштабе; такое явление получило название мальтузианской ловушки.⁷ Соответственно, рост населения так или иначе будет ограничен (вследствие войн, голода, эпидемий или применения средств контрацепции). Принятая Китаем в 1979 году политика одного ребенка на одну семью отражала подобные опасения. Однако, как оказалось, Мальтус ошибался. Население планеты, на момент создания трудов Мальтуса насчитывающее 1 млрд человек, в скором времени должно превысить 8 млрд (по состоянию на 1 января 2022 года цифра составляла 7,92 млрд человек); при этом сегодня в мире больше детей с ожирением, чем детей с пониженной массой тела.⁸

Снижение доли трудоспособного населения

Недавно Илон Маск высказал мнение, весьма отличное от позиции Мальтуса: нехватка рабочей силы может поставить под угрозу существование человеческой цивилизации, если не удастся достаточно быстро разработать решения на базе ИИ и робототехники.⁹ Несмотря на то, что в течение примерно 30 ближайших лет в США ожидается увеличение доли трудоспособного населения (см. рисунок 31) и аналогичный сценарий развития событий прогнозируется в Индии, в Китае будет наблюдаться противоположная тенденция по аналогии с ситуацией в Японии начиная с 1995 года. В еврозоне спад менее заметен (что, впрочем, обусловлено резко негативной динамикой в периферийных странах и положительной — в центральных странах еврозоны). Доля трудоспособного населения в Великобритании предположительно останется практически на том же уровне, что и сейчас.

31. Трудоспособное население



32. Доля экономически активного населения в США



Период массовых увольнений

Помимо сокращения доли трудоспособного населения опасения также вызывает сокращение доли экономически активного населения во многих странах (тенденция, характерная для США, показана на рисунке 32). Этот феномен массовых добровольных увольнений получил название The Great Resignation (дословно «Великая отставка»). Среди причин можно отметить затяжные болезни после перенесенного COVID-19, сложности работы из дома в условиях локдауна, особенно когда необходимо одновременно следить за детьми, а также боязнь заразиться коронавирусом. Однако более важным фактором, чем все перечисленное, стала государственная поддержка домохозяйств. Денежные выплаты во время пандемии, объем которых в США достиг 2 трлн долл. США (примерно 16 000 долл. США на домохозяйство), отрицательно сказались на заинтересованности людей в поиске работы и, по некоторым оценкам, снизили долю экономически активного населения на 0,6 процентного пункта (что соответствует почти половине снижения данного показателя).¹⁰ В странах Европы, активно использовавших программы сохранения рабочих мест (такие как принудительные отпуска в Великобритании), доля экономически активного населения сократилась менее заметно. Кроме того, по данным Morgan Stanley, 36% европейцев получают дополнительные доходы от платформ для создания контента, электронной коммерции и трейдинга (например, биткойн и NFT), при этом более 40% представителей этой группы хотели бы уволиться в ближайшие два года.¹¹ Явление массового ухода людей с работы может оказаться долгосрочным и вместе с тем неожиданным последствием как пандемии, так и мер по борьбе с ней.

⁷ Томас Мальтус «Опыт закона о народонаселении в связи с будущим совершенствованием общества» (1798 г.)

⁸ Прогноз The Economist «Мир будущего-2022»: «Рост вверх и вширь»

⁹ <https://tinyurl.com/bdeyv32m>

¹⁰ <https://tinyurl.com/2p8dkmsw>

¹¹ «Что будет, если "Великая отставка" не закончится?», Morgan Stanley, 24 ноября 2021 г.

Важная информация

Величина инвестиций и получаемой в результате прибыли может как уменьшаться, так и увеличиваться, и показатели предыдущих лет не являются индикатором будущих показателей. Инвестиционные продукты могут быть подвержены инвестиционным рискам, включая возможную полную или частичную потерю основного инвестированного капитала, но не ограничиваясь ею.

Настоящий документ не является и не должен рассматриваться как проспект, реклама, публичное предложение или размещение каких-либо инвестиций, ценных бумаг, иных финансовых инструментов или прочих продуктов и услуг или как рекомендация приобрести, покупать, сохранять или привлекать какие-либо инвестиции, ценные бумаги, иные финансовые инструменты или иные продукты и услуги. Он не содержит окончательного изложения условий и положений по каким-либо инвестициям, ценным бумагам, иным финансовым инструментам или иным продуктам и услугам. Настоящий документ предназначен исключительно для предоставления общей информации и не должен рассматриваться в качестве инвестиционной или иной конкретной рекомендации относительно совершения или несовершения каких-либо действий. Информация, представленная в настоящем документе, приведена без учета конкретных инвестиционных целей, финансовой ситуации или конкретных потребностей ее получателя. Перед осуществлением какой-либо инвестиции или при возникновении сомнений относительно информации, содержащейся в настоящем документе, вам следует самостоятельно обратиться за профессиональной консультацией, предоставляемой с учетом ваших конкретных обстоятельств.

Несмотря на то, что информация, содержащаяся в настоящем документе, получена из источников, считающихся надежными, ни один из членов группы EFG не предоставляет никаких гарантий относительно ее точности и эта информация может быть неполной или обобщенной. Любые мнения, высказываемые в настоящем документе, могут измениться без какого-либо уведомления о таких изменениях. Настоящий документ может содержать личные мнения, не обязательно отражающие позицию какого-либо из членов группы EFG. В максимальной степени, разрешенной законом, ни один из членов группы EFG не несет ответственности за последствия любых ошибок или упущений в настоящем документе или доверия каким-либо мнениям или заявлениям, содержащимся в настоящем документе, и каждый член группы EFG прямо отказывается от любой ответственности, включая (без ограничения) ответственность за случайные и косвенные убытки, понесенные в результате любых ошибок или упущений в настоящем документе или доверия каким-либо мнениям или заявлениям, содержащимся в настоящем документе, или в результате каких-либо действий или бездействия получателя настоящего документа, полагающегося на содержащуюся в нем информацию.

Использование настоящего документа на какой-либо территории или в какой-либо стране может противоречить местному законодательству или постановлениям, и лица, получающие настоящий документ, должны самостоятельно получить информацию о наличии соответствующих ограничений и соблюдать их. Запрещается воспроизводить, раскрывать или направлять (полностью или частично) настоящий документ любым другим лицам без предварительного письменного разрешения уполномоченного члена группы EFG.

Настоящий документ подготовлен компанией EFG Asset Management (UK) Limited для использования группой EFG и ее дочерними и аффилированными компаниями в разных странах мира. EFG Asset Management (UK) Limited является компанией, деятельность которой санкционируется и регулируется Управлением по финансовому регулированию и надзору Великобритании. Регистрационный номер 7389746. Юридический адрес: EFG Asset Management (UK) Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom (Великобритания), телефон +44-(0)-20-7-491-91-11.

Если вы получили данный документ из одной из аффилированных компаний или отделений, указанных ниже, просим принять во внимание изложенную далее информацию.

Информация для австралийских инвесторов:

Этот документ был подготовлен и выпущен EFG Asset Management (UK) Limited, частной компанией с ограниченной ответственностью с регистрационным номером 7389746, головной офис которой расположен по адресу: Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB (Великобритания) (номер телефона +44 (0)20 7491 9111). EFG Asset Management (UK) Limited является компанией, деятельность которой регулируется и санкционируется Управлением по финансовому регулированию и надзору № 536771. EFG Asset Management (UK) Limited освобождена от требования иметь австралийскую лицензию на финансовые услуги в отношении финансовых услуг, которые она предоставляет оптовым клиентам в Австралии; ее деятельность санкционирована и регулируется Управлением по финансовому регулированию и надзору Великобритании (FCA) (регистрационный номер FCA — 536771) в соответствии с законодательством Великобритании, которое отличается от австралийского законодательства. Этот документ является конфиденциальным и предназначен исключительно для использования лицом, которому он предоставлен или отправлен, и не может быть разглашен, полностью или частично, в адрес какого-либо другого лица.

Приказ о классах CO 03/1099, выпущенный ASIC

EFG Asset Management (UK) Limited уведомляет вас о том, что она полагается на исключение, предусмотренное Приказом о классах CO 03/1099 Комиссии по ценным бумагам и инвестициям Австралии (ASIC) (далее — «Приказ о классах»), действие которого продлено на основании Инструмента о корпорациях ASIC (Отмененный и переходный инструмент 2016/396) для контролируемых Управлением по финансовому регулированию и надзору Великобритании (FCA) фирм, которые освобождают ее от требования иметь австралийскую лицензию на оказание финансовых услуг (AFSL) согласно закону Австралии о корпорациях от 2001 г. (далее — «закон о корпорациях») в отношении финансовых услуг, которые мы вам предоставляем.

Нормативные требования Великобритании

Финансовые услуги, которые мы вам предоставляем, регулируются FCA в соответствии с законами и нормативными требованиями Великобритании, которые отличаются от австралийских. Следовательно, любое предложение или иная документация, которую вы получите от нас в ходе предоставления вам финансовых услуг, будут подготовлены в соответствии с этими законами и нормативными требованиями. Нормативные требования Великобритании относятся к законодательству, правилам, принятым в соответствии с законодательством, и любым другим соответствующим политикам или документам, изданным FCA.

Ваш статус оптового клиента

Чтобы мы могли предоставлять вам финансовые услуги и чтобы мы соблюдали Приказ о классах, вы должны быть «оптовым клиентом» в значении, указанном в разделе 761G Закона о корпорациях. Соответственно, принимая от нас любую документацию до начала или в ходе предоставления вам финансовых услуг, вы:

- гарантируете, что являетесь «оптовым клиентом»;
- соглашаетесь предоставлять такую информацию или доказательства, которые мы можем запрашивать у вас в зависимости от обстоятельств для подтверждения вашего статуса оптового клиента;
- соглашаетесь с тем, что мы можем прекратить предоставлять вам финансовые услуги, если вы больше не являетесь оптовым клиентом или не предоставляете нам информацию или доказательства, необходимые для подтверждения вашего статуса оптового клиента; а также
- соглашаетесь уведомить нас в письменной форме в течение пяти рабочих дней, если вы перестанете быть «оптовым клиентом» для целей финансовых услуг, которые мы вам предоставляем.

Багамские острова. EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. является компанией, лицензированной Комиссией по ценным бумагам Багамских островов согласно закону «О рынке ценных бумаг» от 2011 г. и Правилам рынка ценных бумаг от 2012 г. Она имеет разрешение на операции с ценными бумагами на Багамских островах и с Багамских островов, включая заключение сделок купли-

продажи ценных бумаг, организацию сделок купли-продажи ценных бумаг, управление ценными бумагами и консультирование по ценным бумагам. EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. также имеет лицензию Центрального банка Багамских Островов в соответствии с Законом о регулировании деятельности банков и трастовых компаний от 2000 г. на работу в качестве банка и трастовой компании.

Бахрейн: деятельность отделения EFG AG в Бахрейне, зарегистрированного офиса которого находится по адресу Bahrain Financial Harbour, West Tower — 14th Floor, Kingdom of Bahrain (Королевство Бахрейн), регулируется Центральным банком Бахрейна.

Бермудские острова: EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd. является компанией с ограниченной ответственностью, зарегистрированной на Бермудских островах и освобожденной от уплаты налогов. Юридический адрес: Thistle House, 2nd Floor, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermuda (Бермудские острова).

Каймановы острова: EFG Bank имеет лицензию Управления денежного обращения Каймановых островов на ведение банковской деятельности в соответствии с Законом о банках и трастовых компаниях Каймановых островов. EFG Wealth Management (Cayman) Ltd. имеет лицензию Управления денежного обращения Каймановых островов на ведение трастового бизнеса в соответствии с Законом о банках и трастовых компаниях Каймановых островов, а также на ведение бизнеса, связанного с инвестициями в ценные бумаги, в соответствии с Законом о бизнесе, связанном с инвестициями в ценные бумаги, Каймановых островов.

Чили: EFG Corredores de Bolsa SpA имеет лицензию от Comisión para el Mercado Financiero (ранее SVS) на осуществление деятельности в качестве биржевого брокера и вправе заниматься брокерскими операциями с ценными бумагами на территории Чили, а также сопутствующими регулирующими видами деятельности, включая доверительное управление портфелем ценных бумаг клиентов, заключение сделок с ценными бумагами и инвестиционное консультирование. Регистрационный номер: 215. Юридический адрес: Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of. 2901, Las Condes, Santiago.

Кипр: EFG Cyprus Limited — инвестиционная компания, учрежденная на Кипре, регистрационный номер компании HE408062, юридический адрес: Kennedy 23, Globe House, 6th Floor, 1075, Nicosia, Cyprus. EFG Cyprus Limited является компанией, деятельность которой разрешена и регулируется Комиссией по ценным бумагам и биржам Кипра (CySEC).

Дубай: деятельность EFG (Middle East) Limited, юридический адрес: Gate Precinct Building 05, Level 07, PO Box 507245, Dubai, UAE (OAE), регулируется Управлением по финансовым услугам Дубая.

Гернси: EFG Private Bank (Channel Islands) Limited имеет лицензию Комиссии по финансовым услугам о. Гернси.

Гонконг: банк EFG Bank AG наделен полномочиями лицензированного банка Управлением денежного обращения Гонконга в соответствии с Предписанием о банковской деятельности (глава 155 Законодательства Гонконга) и имеет право на ведение регулируемой деятельности типа 1 (сделки с ценными бумагами), типа 4 (консалтинг в сфере ценных бумаг) и типа 9 (управление активами) на территории Гонконга.

Джерси: деятельность компании EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited, связанная с инвестиционным бизнесом, регулируется Комиссией Джерси по финансовым услугам в соответствии с Законом о финансовых услугах (Джерси) от 1998 года.

Лихтенштейн: деятельность EFG Bank von Ernst AG регулируется Управлением по делам финансового рынка Лихтенштейна, Landstrasse 109, P.O. Box 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein (Лихтенштейн).

Люксембург: банк EFG Bank (Luxembourg) S.A. включен в официальный перечень банков, учрежденных в Люксембурге, в соответствии с Законом Люксембурга от 5 апреля 1993 года о финансовом секторе (с учетом изменений и дополнений) («Закон 1993 года»), хранящийся в контролирующем органе Люксембурга (Комиссия по надзору за финансовым сектором), в качестве публичной акционерной компании с ограниченной ответственностью в соответствии с законодательством Люксембурга (société anonyme), уполномоченной на ведение деятельности в соответствии со статьей 2 Закона 1993 года. Резиденты Люксембурга следует обращаться исключительно в EFG Bank (Luxembourg) S.A. по адресу: 56 Grand Rue, Luxembourg 2013 Luxembourg (Люксембург). Телефон: +352-26-45-41.

Монако. EFG Bank (Monaco) SAM является монашеской публичной компанией с ограниченной ответственностью, зарегистрированной под номером 90 S 02647 (Registre du Commerce et de l'Industrie de la Principauté de Monaco). EFG Bank (Monaco) SAM является банком, финансовую деятельность которого санкционируют и регулируют Управление пруденциального надзора и разрешения Франции и Комиссия по контролю финансовой деятельности Монако. Юридический адрес: EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende — BP 37 — 98001 Monaco (Principauté de Monaco) (Княжество Монако), телефон: +377-93-15-11-11. Получатель настоящего документа в совершенстве владеет английским языком и отказывается от возможности получения версии настоящего документа на французском языке.

Китайская Народная Республика (КНР): открытие представительства EFG Bank AG в Шанхае утверждено Комиссией по регулированию банковской деятельности Китая, и оно зарегистрировано в Управлении Шанхая по промышленности и торговле в соответствии с Регламентом Китайской Народной Республики об управлении банками, использующими иностранные инвестиции, и сопутствующими правилами его реализации. Регистрационный номер: 310000500424509. Юридический адрес: Room 65T10, 65 F, Shanghai World Financial Center, No. 100, Century Avenue, Pudong New Area, Shanghai (Китай). Объем деятельности представительства EFG Bank AG в Шанхае ограничен некоммерческой деятельностью, включающей только установление контактов, исследования рынка и оказание консультационных услуг.

Португалия: португальский филиал EFG Bank (Luxembourg) S.A. зарегистрирован под номером 393 в Комиссии по рынку ценных бумаг Португалии и под номером 280 в Банке Португалии. Регистрационный номер налогового плательщика и номер в торговом реестре: 980649439.

Юридический адрес: Av. da Liberdade, No 131, 6o Dto — 1250-140 Lisbon, Portugal (Португалия).

Сингапур: сингапурский филиал EFG Bank AG (идентификационный номер T03FC6371) лицензирован Валютным управлением Сингапура в качестве банка первого уровня для осуществления банковских операций и дополнительно — регулируемой деятельности с ценными бумагами, управления фондами и финансирования под ценные бумаги.

Швейцария: банк EFG Bank AG (Цюрих), включая филиалы банка в Женеве и Лугано, осуществляет свою деятельность с разрешения и под контролем Службы по надзору за финансовыми рынками Швейцарии (FINMA). Юридический адрес: EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Switzerland (Швейцария). Отделения в Швейцарии: EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Geneva 2 и EFG Bank SA, Via Magatti 2 6900 Lugano.

Великобритания: банк EFG Private Bank Limited наделен полномочиями Службой пруденциального надзора, и его деятельность регулируется Управлением финансового надзора и Службой пруденциального надзора, регистрационный номер — 144036. EFG Private Bank Limited является членом Лондонской фондовой биржи. Номер зарегистрированной компании: 2321802. Юридический адрес: EFG Private Bank Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom (Великобритания). Телефон: +44-(0)-20-7491-9111. Что касается компании EFG Asset Management (UK) Limited, просим вас обратить внимание на информацию о ее статусе, указанную выше.

Соединенные Штаты Америки: EFG Asset Management (UK) Limited является аффилированной компанией EFG Capital, брокерско-дилерской компании, зарегистрированной Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC), а также входящей в Службу регулирования отрасли финансовых услуг (FINRA) и Корпорацию защиты инвесторов в ценные бумаги (SIPC). Ни одна из указанных организаций (SEC, FINRA или SIPC) не утверждала настоящий документ или услуги и продукты, предоставляемые компанией EFG Capital или ее аффилированным лицом в США EFGAM Americas. EFGAM Americas зарегистрирована в SEC в качестве консультанта по вопросам инвестирования. Продукты, связанные с ценными бумагами, и брокерские услуги предоставляются EFG Capital, а услуги по управлению активами оказываются EFGAM Americas. EFG Capital и EFGAM Americas являются аффилированными компаниями по отношению друг к другу по признаку общей собственности и могут иметь общий персонал. Настоящий документ не предназначен для передачи лицам, являющимся резидентами США, и в адрес таких лиц за исключением лиц, являющихся «правомочными покупателями» (в соответствии с определением Закона об инвестиционных компаниях США от 1940 года с учетом изменений и дополнений («Закон об инвестиционных компаниях»)) и «аккредитованными инвесторами» (согласно определению Правила 501(a) в Законе о ценных бумагах). Любые ценные бумаги, указанные в настоящем документе, не будут регистрироваться в соответствии с Законом о ценных бумагах или квалифицироваться в соответствии с любыми законодательными актами штатов о ценных бумагах. Любые фонды, упоминаемые в настоящем документе, не будут регистрироваться в качестве инвестиционных компаний в соответствии с Законом об инвестиционных компаниях. Аналитики, которые находятся за пределами США, работают в аффилированных компаниях, зарегистрированных за пределами США, на которые не распространяются положения FINRA.