

# INSIGHT

КВАРТАЛЬНЫЙ ОБЗОР РЫНКА

2-й кв. 2023 г.

ОСНОВНЫЕ ТЕМЫ



ГЛОБАЛЬНОЕ  
СТРАТЕГИЧЕСКОЕ  
РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ



ГЛОБАЛЬНЫЙ  
ВЫБОР ЦЕННЫХ БУМАГ



РЕГИОНАЛЬНОЕ  
РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ



РЕГИОНАЛЬНОЕ  
ФОРМИРОВАНИЕ ПОРТФЕЛЯ

## Квартет опасений



### ОБЗОР

Четыре глобальные проблемы

### США

Три пути снижения ставок

### ВЕЛИКОБРИТАНИЯ

Два слабых места в долгосрочной перспективе

### ТЕМА НОМЕРА

Глобальный раскол

## ОБЗОР

Фокус внимания финансовых рынков может резко сместиться с одной проблемы на другую. С учетом четырех проблем, накладывающих основной отпечаток на прогнозы до конца года, мы полагаем, что рыночные настроения будут крайне переменчивы.

Первый квартал 2023 года завершился крахом двух американских банков (SVB и Signature Bank) и внезапным поглощением Credit Suisse банком UBS. Эти события, скорее всего, были уникальными, и соответствующим органам удалось (по крайней мере, на данный момент) избежать цепной реакции, которая могла бы затронуть всю финансовую систему. В то же время принятые меры не позволили полностью развеять опасения, которые, по всей вероятности, сохранятся до конца 2023 года. Тем временем участники финансовых рынков по-прежнему обеспокоены такими проблемами, как инфляция, устойчивость роста мировой экономики (и вероятность рецессии), а также геополитическая напряженность. Эти вопросы, несомненно, еще не раз станут центром всеобщего внимания. В мире после пандемии фокус внимания инвесторов смещается, подчас стремительно, с одной проблемы на другую. Мы полагаем, что эта тенденция сохранится.

### Квартет опасений

Конечно, эти четыре проблемы — финансовая стабильность, инфляция, рост экономики и геополитика — возникли отнюдь не вчера. Практически каждый год какая-либо из этих тем попадает в новостные заголовки. Пандемия коронавируса актуализировала все эти опасения. Политические решения, нормативное регулирование и сотрудничество могут снизить риски всех отмеченных выше неопределенностей, однако очевидно, что рисками можно управлять лишь до определенной степени.

### Финансовая стабильность

Для обеспечения финансовой стабильности принимаются правила и нормативные акты на национальном и глобальном уровнях. После мирового финансового кризиса требования для банков были ужесточены, и они предписывают наличие более высоких уровней капитала и ликвидности. Чрезмерное регулирование зачастую критикуется теми, в отношении кого направлены меры контроля. В то же время существующих нормативных положений оказалось недостаточно для того, чтобы предотвратить крах SVB в марте 2023 года. ФРС США проводит расследование причин, о результатах которого сообщит в надлежащее время.<sup>1</sup> Однако очевидно, что основной причиной стало владение долгосрочными облигациями. Аналогичные проблемы возникли у пенсионных фондов в Великобритании в сентябре 2022 года.

При росте ставок доходности долгосрочных облигаций (наблюдавшемся в последнее время) бумаги могут значительно упасть в цене. Например, к моменту краха SVB в марте 2023 года цена эталонных 30-летних гособлигаций США была на 30% ниже по сравнению с началом 2022 года. (см. рисунок 1).

### Инфляция

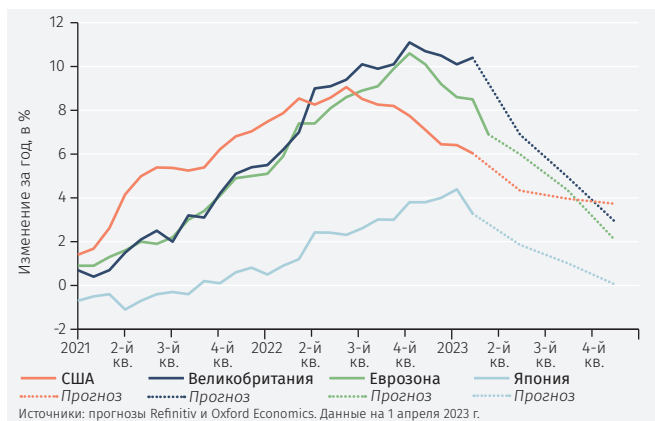
Цена и доходность 30-летних облигаций зависят от ожидаемых процентных ставок (и, следовательно, инфляции) на 30 ближайших лет. Прогнозы на столь долгий период не могут отличаться высокой степенью определенности. В то же время

### 1. 30-летние облигации казначейства США



такие ожидания до недавних пор были вполне стабильными, поскольку центральные банки стремились к удержанию инфляции на низком уровне и преуспевали в этом. Приверженность центробанков пониженным уровням инфляции остается неизменной.<sup>2</sup> В США некоторые эксперты предлагают повысить целевой показатель инфляции.<sup>3</sup> Вместе с тем мы полагаем, что сейчас не время менять правила игры, учитывая снижение ставок инфляции в основных развитых странах и в целом гораздо более низкие прогнозы по инфляции к концу года (см. рисунок 2).

### 2. Снижение инфляции



### Опасения касательно рецессии

Ведущие развитые страны демонстрируют относительно устойчивый рост экономики без признаков рецессии (по крайней мере, на данный момент). Ниже приведена иллюстрация данных из нового еженедельного трека экономической активности стран ОЭСР (см. рисунок 3). Китай и Индия, не входящие в ОЭСР, способны показать более быстрый рост: на 5% и 6% соответственно.<sup>4</sup>

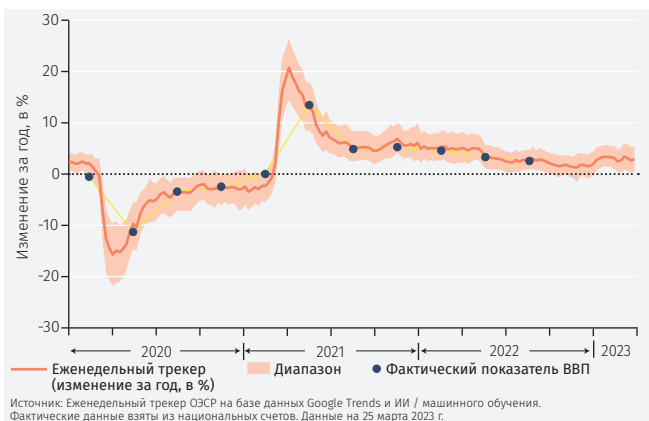
<sup>1</sup> Обзор Совета ФРС будет представлен 1 мая. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20230313a.htm>

<sup>2</sup> Такие намерения были выражены ЕЦБ 14 февраля 2023 г. в твите на день святого Валентина: «Розы красные, фиалки синие, мы будем держать курс и вернем инфляцию к 2%».

<sup>3</sup> Например, Оливье Бланшар недавно предложил установить целевой показатель в 3%, что ниже его предыдущего предложения по ставке инфляции в 4%. При инфляции на уровне 3% цены увеличиваются вдвое каждые 24 года, в то время как при 2% — каждые 36 лет. См. <https://tinyurl.com/yxu6emh2>

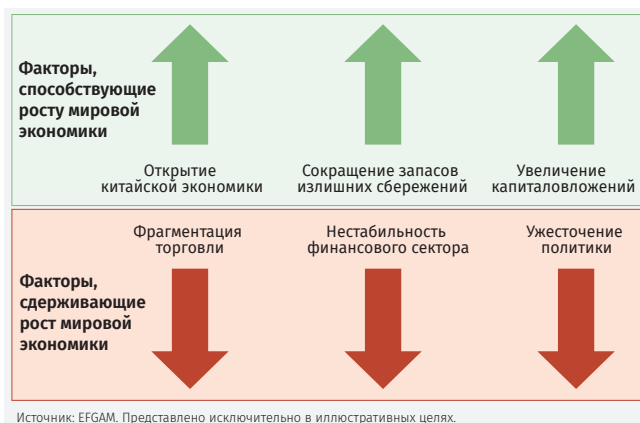
<sup>4</sup> Прогнозы МВФ «Перспективы развития мировой экономики», январь 2023 г.

### 3. Рост ВВП стран ОЭСР



Открытие Китая — один из трех основных факторов, поддерживающих рост мировой экономики в этом году (см. рисунок 4). В Китае, как и в других странах мира, излишние сбережения, накопленные за пандемию, могут пойти на поддержку потребительских расходов, что является вторым фактором, способствующим росту. По нашим оценкам, объем глобальных избыточных сбережений составляет порядка 5 трлн долларов США.<sup>5</sup> В-третьих, наблюдается рост капиталовложений в трех основных сферах: затраты на экологичную инфраструктуру, затраты на нужды обороны и затраты на наращивание мощностей в связи с релокализацией производства.

### 4. Факторы роста мировой экономики



Релокализация производства, конечно, отражает усиление фрагментации глобальной торговли. Внутреннее производство полупроводников в США и странах Европы может быть вполне оправданным с точки зрения национальной безопасности, однако оно практически наверняка менее эффективно, нежели производство, задействующее высокоинтегрированные глобальные цепочки поставок. Скорее всего, оно только замедлит рост мировой экономики. Мировая экономика, очевидно, и так находится не в самых благоприятных условиях ввиду сохранения обеспокоенности относительно устойчивости финансового

сектора и проявлений отложенного влияния ужесточения политики (главным образом на рынке недвижимости). Баланс между этими тремя стимулирующими факторами и тремя трудностями определит путь развития мировой экономики до конца года.

### Геополитическое давление

По некоторым оценкам, геополитическая напряженность ослабла (см. рисунок 5), хотя и остается на уровне выше среднего в долгосрочной перспективе. Конечно, трудно оценить дальнейшее развитие событий, однако спад напряженности является одной из наших ключевых тем на 2023 год.

### 5. Индекс геополитического риска



### Ослабление доллара США

Этот квартет опасений наложит отпечаток на будущую динамику мировых валют. Снижение курсов фунта стерлингов и евро по отношению к доллару с начала мирового финансового кризиса 2008 года (см. рисунок 6) отражало общую силу доллара, подкрепленную определенными региональными опасениями (кризис евро 2009–2015 гг. и Brexit 2016 года). Однако в первом квартале 2023 года обе валюты смогли укрепиться относительно доллара. Пока неясно, можно ли считать это началом нового тренда.

### 6. Евро и фунт стерлингов по отношению к доллару США



<sup>5</sup> Источник: Refinitiv и оценки и расчеты EFGAM по состоянию на 1 апреля 2023 г. По оценкам, размер глобальных избыточных сбережений равен сумме, превышающей среднюю ставку сбережений 2018–2019 гг. за период с первого квартала 2020 г. по настоящее время.

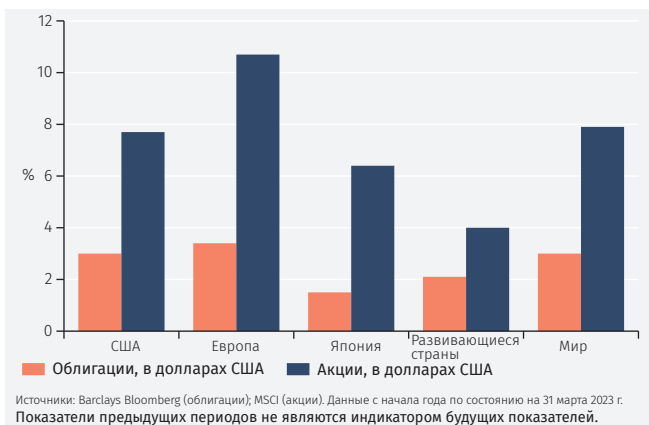
## ПОКАЗАТЕЛИ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Волатильность была ключевой темой всех финансовых рынков на начало 2023 года, однако к концу первого квартала рынки акций и облигаций продемонстрировали положительные результаты. Доллар США был относительно стабильным.

### Показатели финансовых рынков

В первом квартале 2023 года динамика глобальных рынков облигаций и акций была положительной. В долларовом выражении показатели по облигациям и акциям составили 3,0% и 7,9% соответственно (см. рисунок 7).<sup>6</sup> Растущая инфляция, а также фактическое и ожидаемое повышение ключевых процентных ставок вызвали в феврале рост ставок доходности облигаций по всему миру с соответствующим падением цен на них. Тем не менее к концу квартала давление ослабло по мере снижения рыночных ожиданий в отношении процентных ставок. Частично это объяснялось возникновением проблем в банковском секторе США и Швейцарии. Динамика доллара в целом была относительно стабильной. Доллар ослаб по отношению к евро и фунту стерлингов и укрепился против иены.

### 7. Показатели финансовых рынков

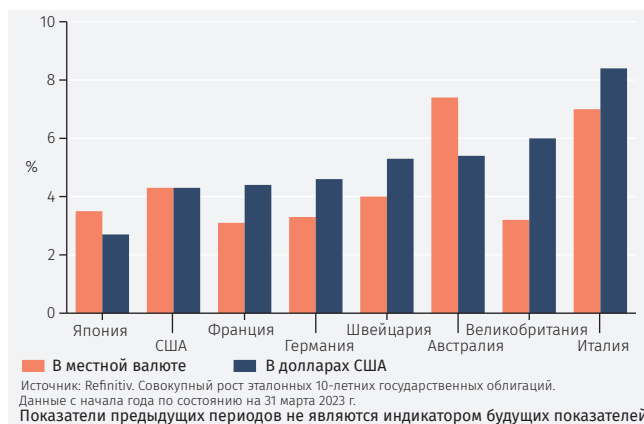


### Рынки облигаций

После периода волатильности к концу первого квартала совокупный рост 10-летних государственных облигаций на всех основных рынках был положительным как в местной валюте, так и в долларах США (см. рисунок 8). Доходность эталонных 10-летних облигаций США достигла пика, превысив 4% в начале марта, однако к концу месяца упала до январского минимума. Снижение доходности 10-летних облигаций было еще более выраженным в Австралии (73 базисных пункта), поскольку участники рынка ожидали от центробанка страны прекращения последовательного повышения процентных ставок, и в Италии, где ослабли опасения касательно фискальной политики нового правительства.

Динамика европейских рынков в долларах США в целом подстегивалась укреплением валют (евро, фунта стерлингов и швейцарского франка) по отношению к доллару США. В Японии и Австралии наблюдалась обратная картина: слабость местной валюты негативно сказалась на результативности в долларах США.

### 8. Динамика рынка облигаций

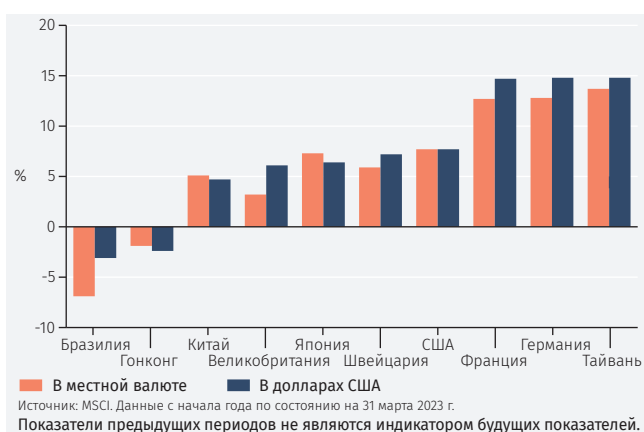


### Рынки акций

Американский рынок акций вырос на 7,7%, но отстал от рынков Франции и Германии как в евро, так и в долларах США (см. рисунок 9). Важным фактором при этом стало переосмысление преимуществ европейских акций. Рынок Тайваня также показал уверенный рост, чему в большей степени способствовала глобальная переоценка технологического сектора.

Валюта Бразилии укрепилась по отношению к доллару США, что частично отражало повышение цен на сырье, однако неопределенность касательно курса политики пошатнула рынок акций после сильной динамики в 2022 году. Рынок Китая показал рост по мере открытия экономики и на фоне сигналов о том, что политика властей будет более благоприятствующей рынку.

### 9. Динамика рынка акций



<sup>6</sup> Динамика рынка глобальных облигаций оценивается по индексу Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond, который включает в себя государственные облигации и корпоративные долговые обязательства инвестиционного уровня от эмитентов 24 развитых и развивающихся стран. Динамика рынка глобальных акций измеряется индексом MSCI World, который представляет акции компаний с большой и средней капитализацией на 23 развитых рынках.

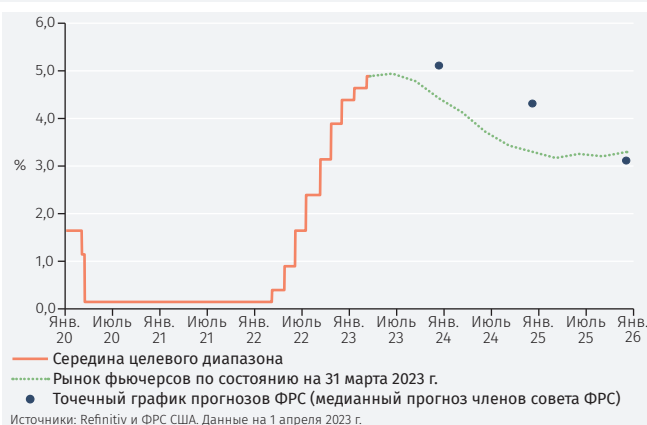
## США

Основной вопрос на предстоящие месяцы заключается в том, чьи прогнозы по динамике процентных ставок окажутся верными — ФРС или финансовых рынков. Ответ зависит от вероятности рецессии, финансовой стабильности и эффективности процентных ставок в борьбе за снижение инфляции.

### Чьи прогнозы окажутся верными? Прогнозы рынка или ФРС?

Согласно медианному прогнозу управляющих ФРС, ставка по федеральным фондам незначительно вырастет к концу года. Рынки фьючерсов, напротив, полагают, что к этому времени ставка снизится дважды на 25 базисных пунктов (см. рисунок 10). В то же время рыночные ожидания по процентным ставкам зачастую волатильны и могут быстро изменяться, что и происходит в 2023 году (см. рисунок 11). В чем прогнозы рынка по ставкам могут оказаться верны, а ожидания ФРС ошибочны? Существует три варианта развития событий: два неблагоприятных и один более желательный.

### 10. Ставка ФРС по федеральным фондам: фактическая и ожидаемая динамика



### Два неблагоприятных сценария: рецессия и проблемы в банковском секторе

Первый неблагоприятный сценарий — экономика скатится в рецессию. Каждому циклу рецессии, начиная с 1960 года, предшествовала инверсия кривой доходности (краткосрочные ставки превышали доходность 10-летних облигаций). Это произошло в конце декабря 2022 года. Учитывая, что средний срок отставания рецессии от инверсии составляет около года, риск очевиден.

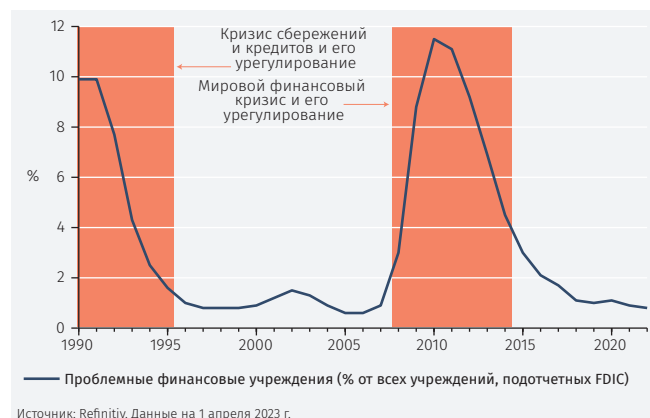
Второй сценарий — усугубление проблем в банковском секторе. По одним оценкам, обесценение активов и массовое изъятие незастрахованных депозитов могут подвергнуть еще больше банков риску банкротства.<sup>7</sup> Этот риск видится

### 11. Резкие скачки на рынке облигаций США



невысоким, однако в прошлом проблемы банковского сектора, как казалось, успешно сдерживались на первых порах, после чего происходила цепная реакция. Более того, решение этих проблем требовало длительного времени (см. рисунок 12). Кризис сбережений и кредитов начался в середине 1980-х, и его полное урегулирование стало возможным лишь к 1995 году. Финансовый кризис, начавшийся в 2007–2008 гг., был полностью урегулирован только в 2014 году.

### 12. Проблемные банки



### Один благоприятный сценарий: отложенное влияние ужесточения политики

Более благоприятный и, как нам кажется, более вероятный сценарий заключается в резком снижении инфляции по индексу потребительских цен. Этот показатель, за исключением расходов на аренду жилья, с прошлого лета составляет около 2% (в годовом исчислении), однако инфляция по компоненту расходов на аренду жилья (на долю которых приходится около 1/3 индекса потребительских цен) намного выше (см. рисунок 13). В исследовании ФРБ Сан-Франциско<sup>8</sup> было выявлено, что повышение ставки ФРС по федеральным фондам на 100 базисных пунктов может снизить инфляцию, связанную с расходами на аренду жилья, на более чем 3 процентных пункта за 2,5 года, в свете чего меры ФРС на данный момент представляются достаточными для сведения этого компонента инфляции к нулю к середине 2024 года.

### 13. Инфляция потребительских цен в США



<sup>7</sup> Например, см. эту статью: <https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/working-papers/monetary-tightening-us-bank-fragility-2023-mark-market-losses>

<sup>8</sup> Экономический вестник ФРБ Сан-Франциско «Могут ли меры монетарной политики сдержать инфляцию расходов на аренду жилья?» от 13 февраля 2023 г.

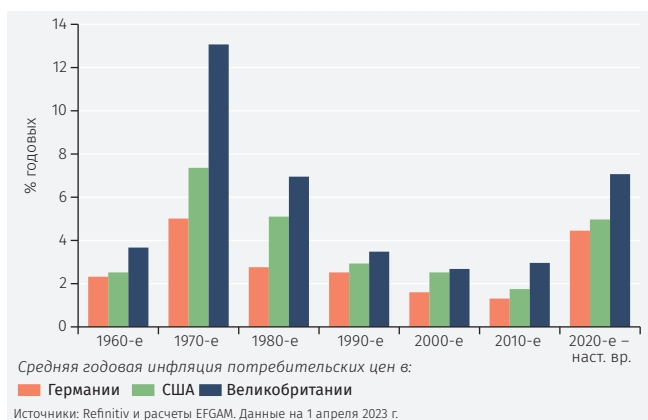
# ВЕЛИКОБРИТАНИЯ

С учетом того, что высокая инфляция и нестабильное состояние финансового сектора являются двумя основными вопросами, вызывающими беспокойство во всем мире, Великобритания находится в непростом положении. Страна исторически сильно подвержена инфляции и при этом располагает крупным финансовым сектором.

## Экономика, подверженная инфляции...

Великобритания исторически всегда была сильно подвержена инфляции. Несколько десятилетий ставка инфляции в стране повышалась намного быстрее, чем, к примеру, в США и Германии (см. рисунок 14). До последнего времени это восприятие частично сглаживалось успешным периодом целевого регулирования инфляции. Вместе с тем опасения сохраняются.

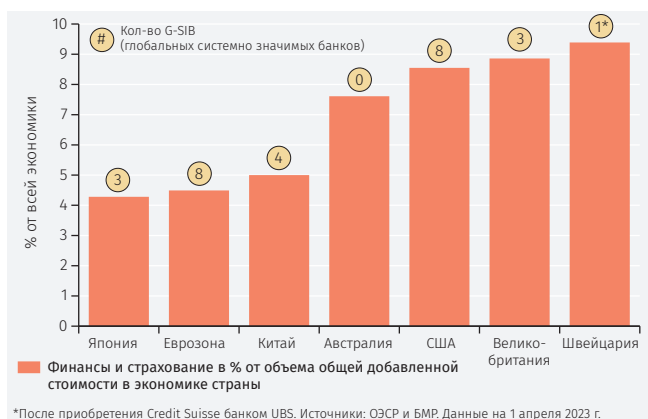
### 14. Великобритания и ее подверженность инфляции



## ...с крупным финансовым сектором

Великобритания также располагает крупным финансовым сектором, на долю которого приходится практически 10% от добавленной стоимости всей экономики (см. рисунок 15). Это означает, что периоды нестабильности финансового сектора, вызванные внутренними (например, вторичный банковский кризис 1974–1975 гг.) или глобальными причинами, как правило, оказывают сильнейшее влияние на экономику Великобритании. В условиях мирового финансового кризиса британский ВВП снизился значительно и восстанавливался намного медленнее, чем в США и еврозоне. На долю Великобритании приходится три из 29 G-SIB (глобальных системно значимых банков), активы которых составляют 166% от ВВП. Этот показатель выше, чем у США и еврозоны.<sup>9</sup>

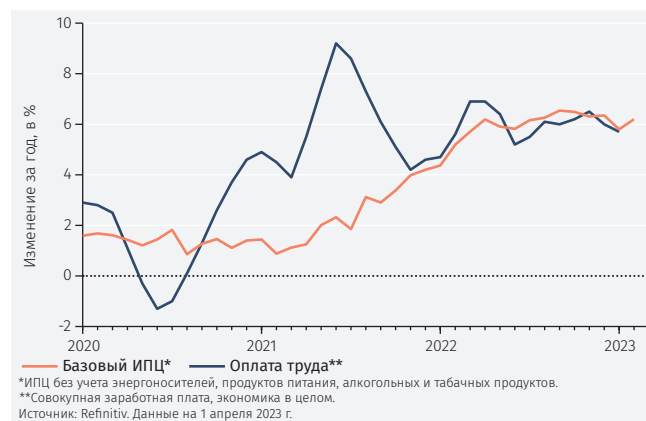
### 15. Значение финансового сектора



## Стойкая инфляция на данный момент...

Опасение вызывает недавнее упрочнение инфляции. Базовая инфляция и рост заработной платы на данный момент составляют около 6% (см. рисунок 16), что наводит на мысли о повторении «инфляционной спирали зарплата-цена» 1970-х годов. Призывы управляющего Банка Англии к работникам не запрашивать излишнее повышение заработной платы и увещевания компаний не переносить более высокие издержки в отпускные цены не сильно соответствуют текущим настроениям. Более того, прогноз Банка относительно двухлетней рецессии, сделанный в ноябре 2022 года, был пересмотрен. Теперь ни Банк Англии, ни Бюро бюджетной ответственности не прогнозируют наступление рецессии.

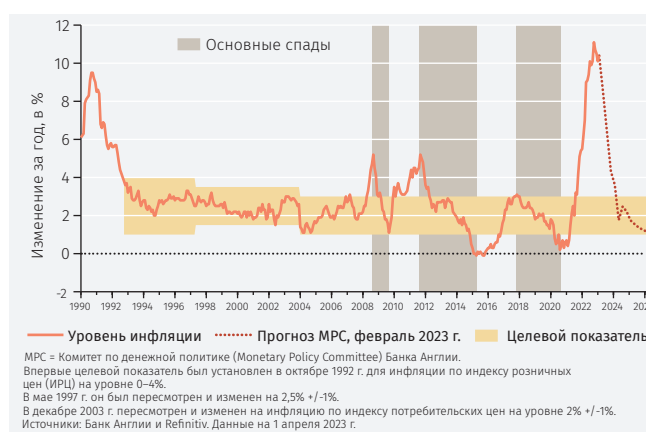
### 16. Сохраняющаяся инфляция в Великобритании



## ...и ее прогнозируемое резкое сокращение

Конечно, доверие к прогнозам Банка может быть быстро восстановлено. Согласно его инфляционным прогнозам (см. рисунок 17), в начале лета нас ожидает резкое сокращение роста цен, и ставка инфляции вернется к целевому показателю во втором квартале 2024 года. Такое развитие событий было бы весьма желательным.

### 17. Целевой показатель инфляции в Великобритании



<sup>9</sup> На США и страны еврозоны приходится по 8 G-SIB с активами на сумму около 14 трлн долларов США, что составляет 56% и 104% от ВВП соответственно.

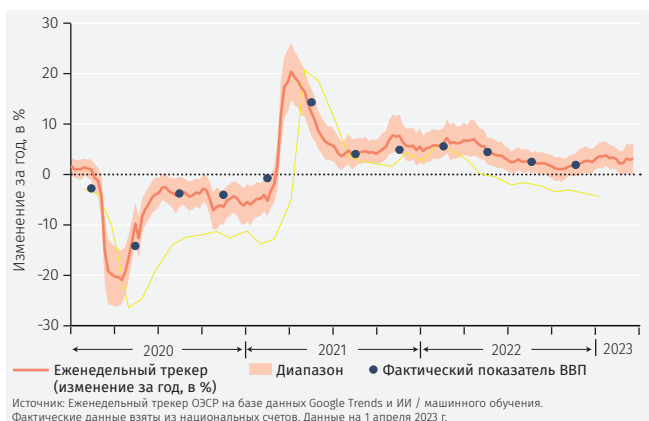
# ЕВРОЗОНА

Пока что еврозоне удалось избежать рецессии, однако опасения касательно банковского сектора омрачают прогнозы на оставшуюся часть года. Процентные ставки ЕЦБ на данный момент соответствуют инфляционным ожиданиям.

## Рост в начале 2023 года

Рост ВВП в еврозоне в первые месяцы 2023 года в некоторой степени улучшился, оставаясь в позитивной зоне. Эти данные взяты из еженедельного трека экономической активности ОЭСР (см. рисунок 18). По крайней мере, на данный момент регион избежал ожидаемой многими рецессии. Наибольший рост продемонстрировала Ирландия, которая обычно показывает опережающую динамику по сравнению с остальными странами блока. Нидерланды и страны Балтии также показали хорошие результаты (см. рисунок 19). Франция, напротив, в числе отстающих. Экономическая активность в стране будет снижена в результате протестов против пенсионной реформы, прошедших в конце марта.

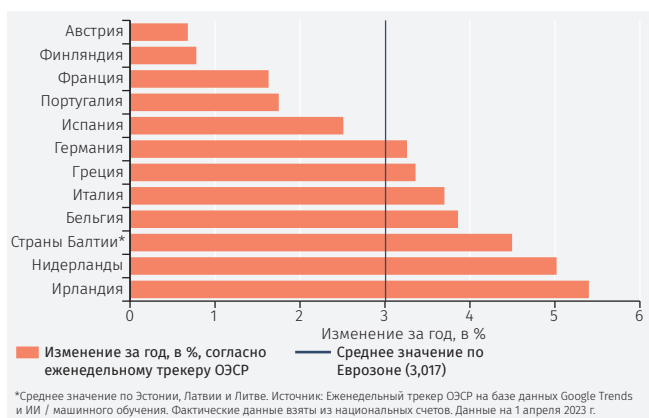
### 18. Еженедельный ВВП еврозоны



## Реформы и банковский сектор Франции

«Мы все знаем, что надо делать, но не знаем, как не проиграть выборы после этого»: это замечание Жан-Клода Юнкера об экономических реформах весьма удачно в данном контексте. Ранее уже предпринимались попытки по реализации пенсионной реформы во Франции. Сейчас она заключается в повышении минимального возраста выхода на пенсию с 62 до 64 лет. Попытка изменений в 1995 году не увенчалась успехом в связи с широкомасштабными протестами. Протесты движения *желтых*

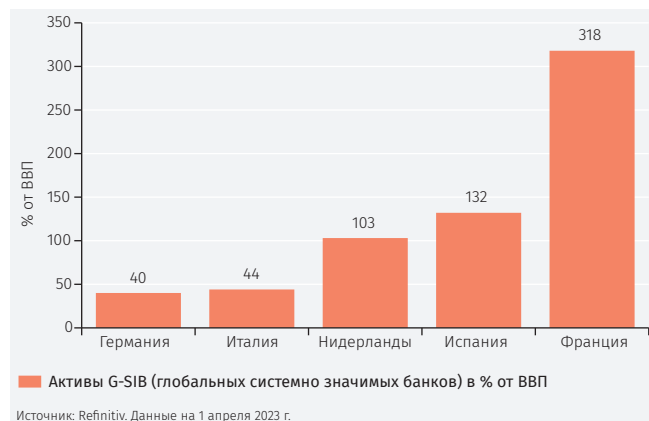
### 19. Рост ВВП стран — членов еврозоны



*жилетов* в 2018 году остановили повышение налога на топливо. В то же время, если оценить уровень государственных расходов, становится очевидно, что структурная реформа необходима. В 2022 году госрасходы составили 58% от ВВП, что на 9 процентных пунктов выше, чем среднее значение по еврозоне.

Другие опасения связаны с банковской системой. Во Франции действуют четыре G-SIB, активы которых превышают 300% от ВВП страны (см. рисунок 20). Этот показатель намного выше, чем в других странах еврозоны, и существенно превышает показатель Великобритании.

### 20. Еврозона: активы G-SIB



## Соответствие ставок ЕЦБ инфляционным ожиданиям

После повышения процентных ставок ЕЦБ на 0,5% в марте глава ЕЦБ Лагард признала, что по прогнозам инфляция «задержится надолго на слишком высоком уровне» и что Совет управляющих знает, что «не закончил» с повышением ставок. Участники финансового рынка рассчитывают на два дополнительных повышения ставок на 25 базисных пунктов, при этом пика ставок следует ожидать в третьем квартале 2023 года. В результате ставки, скорее всего, превысят среднесрочные инфляционные ожидания (см. рисунок 21) и в этом смысле будут адекватными.

### 21. Ключевая ставка ЕЦБ и инфляционные ожидания в еврозоне



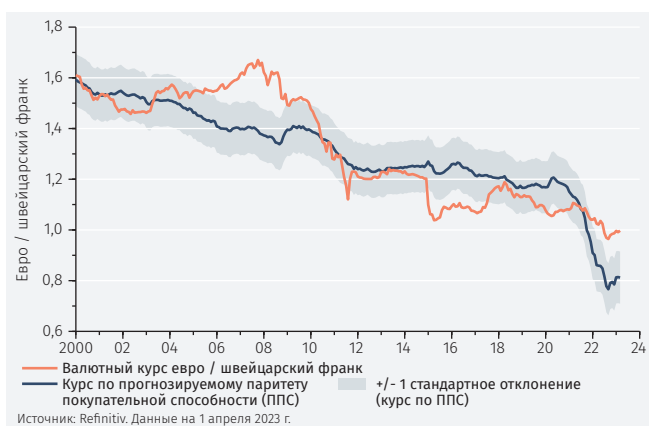
# ШВЕЙЦАРИЯ

Национальный банк Швейцарии (SNB) повысил свою ключевую процентную ставку до 1,5%, и, по-видимому, нельзя исключать дальнейшего повышения. Основная причина кроется в обеспокоенности базовыми трендами инфляции.

## Инфляция и ключевая ставка

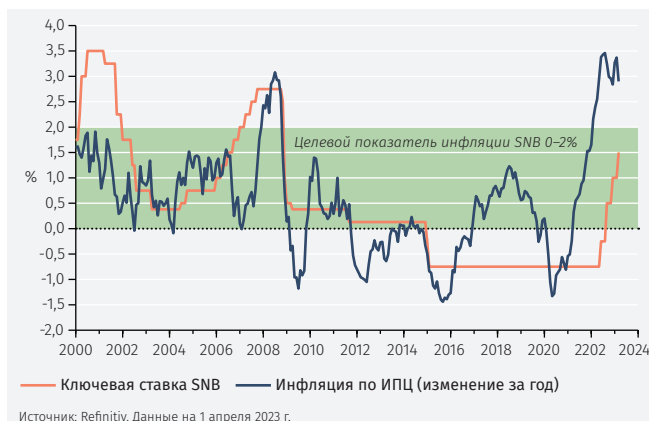
В марте Национальный банк Швейцарии (SNB) повысил процентные ставки на 0,5% до 1,5% и заявил, что «нельзя исключать» дальнейшего повышения ставок. В последнем квартале 2022 года центральный банк продал резервы в иностранной валюте на сумму 27 млрд швейцарских франков, чтобы поддержать швейцарский франк (который по-прежнему слабее относительно своего курса по ППС, см. рисунок 22) и тем самым ограничить инфляцию, связанную с импортом. Даже с учетом принятых мер можно ожидать еще одно повышение процентной ставки в июне (вероятнее всего, на 0,25%).

## 22. Валютный курс евро / шв. франк и курс по ППС



Согласно фьючерсным контрактам, пик ключевой ставки SNB составит около 2% (что предусматривает дальнейшее повышение ставки на 0,25% в сентябре). Жесткая политика SNB отражает пересмотр условных инфляционных прогнозов банка в сторону повышения. Согласно этим прогнозам инфляция задержится на уровне выше целевого диапазона в 0–2% (см. рисунок 23) до конца 2025 года. В марте 2023 года инфляция достигала 2,9%. Центральный банк отмечает, что повышение цен теперь «широкомасштабно», подчеркивая риск включения текущей высокой инфляции в ожидания частного сектора.

## 23. Инфляция в Швейцарии и ключевая ставка SNB



В ходе оценки перспектив SNB признал, что недавние события в финансовом секторе увеличили неопределенность. Уверенность центробанка в условных инфляционных прогнозах сегодня, вероятно, ниже, чем обычно, и нельзя исключать понижательный сценарий, при котором рост экономики резко замедлится, а инфляция быстро вернется к целевому показателю.

## Разделение ценовой и финансовой стабильности

На данный момент SNB разделяет меры по борьбе с инфляцией от вопросов, связанных с финансовой стабильностью. Что касается последних, центральный банк предоставляет обширную ликвидность финансовой системе. Тем не менее финансовые условия для нефинансового сектора ужесточились, отражая увеличение ставок фондирования банков после потрясений, пошатнувших финансовый сектор.

Спред между среднесрочной межбанковской ставкой по сделкам своп и доходностью швейцарских гособлигаций вырос до уровней, последний раз наблюдавшихся в период мирового финансового кризиса (см. рисунок 24), что свидетельствует о вновь возникших опасениях касательно риска контрагентов.

## 24. Усугубляющиеся опасения касательно банковского сектора



## Статус Швейцарии как надежной гавани под угрозой?

Некоторые комментаторы полагают, что проблемы Credit Suisse и приобретение банка группой UBS означают, что Швейцария потеряла свой статус надежной гавани. Следует отметить, что подобные опасения высказывались и в период мирового финансового кризиса, но по факту оказались излишне пессимистичными. Тогда, как и сейчас, власти Швейцарии приняли оперативные меры, оказавшиеся эффективными для сохранения финансовой стабильности без убытков для вкладчиков и клиентов.

Мы полагаем, что статус Швейцарии как надежной гавани выдержит и недавние испытания.

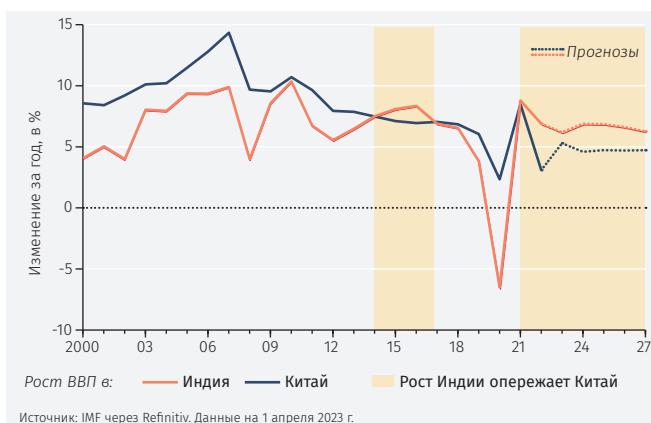
# АЗИЯ

Экономическая активность в Азии тесно связана с кредитной экспансией, зачастую проходящей через цикл подъемов и спадов. Решение проблем Китая может занять некоторое время, тогда как Индия, похоже, располагает более благоприятными возможностями.

## Сравнение Индии и Китая

Китай и Индия — две страны с чрезвычайно большой численностью населения, которые достаточно долго демонстрировали высокий экономический рост. По темпам роста Индия в большей степени отставала от Китая с 2000-х, лишь ненадолго и незначительно перегнав Китай в период с 2014 по 2016 гг. В то же время, согласно недавним прогнозам МВФ, ситуация скоро изменится, и Индия будет занимать лидирующую позицию в течение предстоящих пяти лет (см. рисунок 25). Мы полагаем, что прогнозы оправданы, поскольку демографическая ситуация благоприятствует развитию Индии (население страны больше и моложе, чем в Китае), государственные капиталовложения высоки, а банковский сектор и сектор недвижимости Индии сейчас намного устойчивее, чем в прошлом.

### 25. Сравнение Индии и Китая



## Кредитная экспансия и сектор недвижимости

В течение некоторого времени (см. рисунок 26) номинальный рост китайской экономики был тесно связан с кредитной экспансией. Этот сценарий характерен для азиатских рынков. Однако иногда кредитная экспансия принимала чрезмерный характер. Это стало важной причиной избыточной застройки в секторе жилой недвижимости и возникновения последующих проблем. Мы полагаем, что решение этих проблем еще займет некоторое время. Как это всегда бывает с китайскими

### 26. Китай: банковские кредиты и ВВП



показателями, ситуацию сложно оценить объективно: например, продажи недвижимости сократились, однако цены держатся на прежнем уровне, при этом большую роль играет продажа земельных участков местными органами власти. Для сравнения сектор недвижимости Индии на данный момент характеризуется устойчивыми продажами и ростом цен, а банковский сектор располагает возможностями для предоставления кредитов.

Остается только надеяться, что принятие Китаем корректирующих мер в отношении экспансии сферы недвижимости, подпитываемой кредитами, не займет столько же времени, как в Японии. Там последствия бума банковского кредитования и всплеска цен на землю 1980-х годов пришлось устранять на протяжении нескольких десятилетий (см. рисунок 27).

### 27. Япония: банковское кредитование и цены на землю



## Япония: иена и корпоративные доходы

К сегодняшнему дню корпоративный сектор Японии преодолел проблемы. Устойчивость корпоративных доходов остается важной темой 2023 года, и мы полагаем, что корпоративная прибыль будет дополнительно поддержана отсроченным эффектом ослабления иены в 2022 году (см. рисунок 28).

### 28. Япония: корпоративные доходы и курс иены



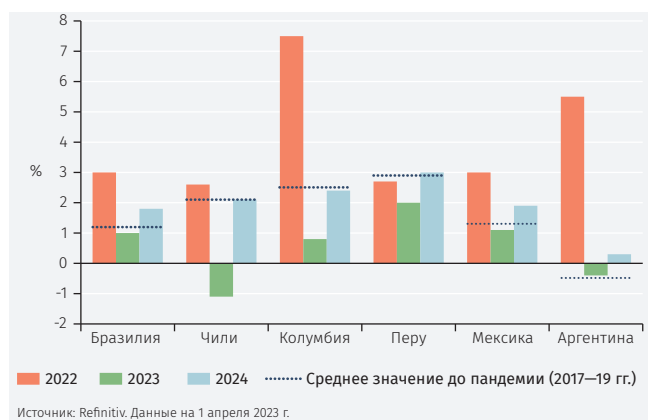
## ЛАТИНСКАЯ АМЕРИКА

Краткосрочные проблемы, связанные со слабым ростом и высокой инфляцией, оказывают давление на страны Латинской Америки. Основной вопрос состоит в том, не затруднит ли решение этих проблем реализацию долгосрочных реформ.

### Краткосрочные проблемы

В большинстве стран Латинской Америки темпы роста в 2023 году будут ниже, чем в 2022 году и до пандемии (см. рисунок 29).

#### 29. Динамика роста ВВП стран Латинской Америки



Основными сдерживающими факторами являются повышение процентных ставок и потенциальное ослабление цен на сырье. В Бразилии ключевая процентная ставка выросла до 13,75% в августе 2022 г. и с тех пор сохраняется на этом уровне (см. рисунок 30). Инфляция превышает целевой показатель центрального банка, хоть и не в такой степени, как в большинстве развитых стран. В феврале уровень инфляции составил 5,6% в годовом исчислении в сравнении с целевым уровнем 3,25%. На центральный банк страны оказывается некоторое давление, побуждающее его повысить целевую ставку инфляции. Это помогло бы снизить срочную необходимость сохранять процентные ставки на столь высоком уровне. По словам президента Лулы, реальные процентные ставки неоправданно высоки.

#### 30. Бразилия: инфляция и ключевая ставка



В то же время высокие реальные ставки отражают дополнительные риски, связанные с бразильскими активами. Риски возросли в связи с опасениями касательно курса фискальной политики. Еще до того, как президент Лула вступил на свой пост 1 января, Конгресс утвердил отмену верхнего порога на бюджетные расходы (ограничивающего повышение

расходов до уровня инфляции) сроком на один год. Этот лимит также был снят во время пандемии. Как следствие, существуют некоторые опасения, что расходы правительства не будут строго контролироваться. Стоит признать, что на фоне благоприятного повышения цен на сырье за первые два президентских срока Лулы (см. рисунок 31) уровень госдолга значительно снизился. Согласно прогнозам МВФ, вряд ли стоит ожидать повторения этого сценария, однако более высокий экономический рост в номинальном выражении позволит сократить соотношение госдолга к ВВП.

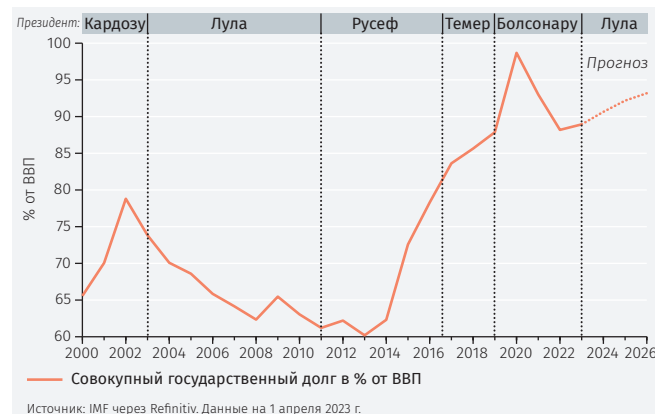
#### Курс доллара и песо для торговли соей и мальбек

Строгие ограничения на движение капитала и давление на сельскохозяйственный сектор Аргентины, усугубляемое недавней засухой, привели к введению параллельных обменных курсов. «Соевые доллары» и «мальбек-доллары» позволяют использовать более выгодные обменные курсы для экспортеров соответствующих продуктов. Тем не менее двойные обменные курсы подобного рода искажают реальное положение дел, поскольку позволяют манипулировать относительными ценами и благоприятствуют определенным секторам экономики. Упразднение двойных обменных курсов, как правило, позволяет более эффективно распределять ресурсы.<sup>10</sup> Вместе с тем, учитывая общие выборы в 2023 году, в ближайшее время не стоит ожидать каких-либо изменений.

#### Долгосрочный потенциал

Благодаря своим богатым природным ресурсам Латинская Америка, несомненно, обладает огромным потенциалом. Кроме того, есть возможность использовать этот потенциал для удовлетворения потребностей современной глобальной экономики. Спустя две недели после выборов президент Лула посетил саммит по климату COP27, а вопросы защиты окружающей среды занимают важную часть повестки его правительства. В условиях постковидного мира у Аргентины есть огромные возможности для расширения туризма (и в частности экотуризма). Обсуждение потенциального валютного союза между Бразилией и Аргентиной, пусть и амбициозное, отражает новый виток сотрудничества между двумя странами. Долгосрочные возможности, тем не менее, зачастую идут рука об руку с необходимостью оперативного принятия более краткосрочных мер.

#### 31. Бразилия: стабилизация долговой нагрузки?



<sup>10</sup> См. <https://blogs.worldbank.org/allaboutfinance/what-countries-need-consider-when-dual-exchange-rates-are-problem>

---

## ТЕМА НОМЕРА: ГЛОБАЛЬНЫЙ РАСКОЛ

---

Новая книга Пола Такера «Глобальный раскол» (*Global Discord*) была представлена для EFG 8 марта в Цюрихе. Тема книги, очевидно, перекликается с текущей ситуацией в мире.

### Институты сотрудничества

Глобальные схемы сотрудничества основаны на политических культурах и общих нормах основных стран-участниц. В послевоенный период курс международной политики и направление деятельности соответствующих институтов, очевидно, были сосредоточены на поддержке мирного сосуществования. Институты сотрудничества, такие как МВФ, Всемирный банк и Всемирная торговая ассоциация (пришедшая на смену Генеральному соглашению по тарифам и торговле (GATT)), были учреждены в период после Второй мировой войны.

В конце двадцатого века деятельность этих институтов имела либеральную проамериканскую ориентацию. Положение дел стало меняться по мере того, как в двадцать первом веке на первый план стали выходить страны с другими нормами, в частности Китай. По мнению Пола, противостояние между Китаем и западными странами завязано на разнице идеологий. Нереалистично полагать, будто позиция Коммунистической партии Китая (КПК) фундаментально поменяется в свете экономического успеха Китая и усиления интеграции с другими странами мира.

### Четыре сценария

Пол рассматривает четыре сценария будущего международного порядка:

1. затаившийся статус кво;
2. противостояние сверхдержав;
3. новая холодная война;
4. перестройка мирового порядка.

Изначально при написании книги (в период с 2018 по 2021 гг.) Пол считал, что мир находится на перепутье между первым и вторым сценариями, то есть между затаившимся статусом кво и противостоянием сверхдержав (в большей степени разворачивающимся между США и Китаем). После начала конфликта между Россией и Украиной Пол пересмотрел свою точку зрения и считает, что теперь ситуация на грани между вторым и третьим сценариями.

По мнению Пола, напряженность между Китаем и странами Запада сохранится в течение длительного времени. В качестве наиболее точной исторической параллели, иллюстрирующей данную ситуацию, он называет «долгий восемнадцатый век», продлившийся с 1689 по 1815 гг. Этот период ознаменовался продолжительной напряженностью и войной между Британией и Францией, двумя крупнейшими мировыми державами на тот момент. После войны Венский конгресс предложил новую модель международного сотрудничества.

Ловушка Фукидида — это понятие, с которым также часто проводят параллели в попытке объяснить текущую напряженность. Оно описывает неизбежность войны, когда восходящая держава бросает вызов статусу состоявшейся державы. Фукидид описывает Пелопонесскую войну, в ходе которой возвышение Афин стало угрожать устоявшейся власти Спарты. В работе Грэма Эллисона<sup>11</sup> было обнаружено, что за последние 500 лет из 16 подобных случаев 12 закончились войной.

Пандемия подчеркнула глобальную взаимозависимость и зависимость западных стран от поставок из более отдаленных стран (в частности средств индивидуальной защиты из Китая и фармацевтических препаратов из Индии). Конфликт между Россией и Украиной подчеркнул зависимость Западной Европы от российского газа.

Эти события свидетельствуют о том, что в мире уже разворачиваются ключевые элементы второго и третьего сценариев, описанных Полом (противостояние сверхдержав и новая холодная война).

### Три теории международных отношений

Пол рассматривает три основные теории международных отношений. Они основаны на трудах Гоббса (акцент на силу), Канта (подчеркивается важность норм и ценностей) и Гроция (основное внимание уделяется институтам и взаимозависимости).

Каждая из этих теорий сама по себе неспособна адекватно описать текущую ситуацию. Вместо этого Пол считает, что более актуальными являются труды Дэвида Юма и Бернарда Уильямса, которые охватывают темы власти, ценностей и взаимозависимости.

Пол проанализировал, может ли масштаб противостояния сверхдержав (между Китаем и США, но в большей степени между Китаем и странами Запада<sup>12</sup>) быть преувеличен. Могут ли экономическая интеграция Китая в мировую экономику и его несомненный успех в достижении экономического благосостояния сделать Китай более ориентированным на Запад? Пол сомневается, что это возможно. Он напоминает о семи запретах КПК (документ №9 от 2013 г.). Они включают в себя запрет продвижения конституционной демократии, гражданского общества и прав человека, неолиберализма (полной маркетизации), западных идей свободы СМИ, а также любой критики природы «социализма в китайском проявлении».

Международные организации сотрудничества не способны справиться с растущей властью Китая. В 2013 году ВТО приняло решение по иску США против Китая, в ходе которого США заявили о том, что государственные субсидии Китая экспортерам противоречили правилам ВТО. Субсидии выдавались китайскими государственными предприятиями, которые, согласно ВТО, не являются органами публичной власти. Это решение Пол называет абсурдным. Поскольку каждый член ВТО вправе наложить вето, в подобных ситуациях трудно прийти к какому-либо решению. Наиболее вероятный путь развития заключается в разработке различных концентрических кругов международного сотрудничества, которые были бы основаны на ценностях, географическом положении и истории. Тот факт, что Великобритания присоединилась к Всеобъемлющему и прогрессивному соглашению о Транстихоокеанском партнерстве, которое уже подписали 11 стран Тихоокеанского региона (Австралия, Бруней, Канада, Чили, Япония, Малайзия, Мексика, Новая Зеландия, Перу, Сингапур и Вьетнам), является демонстрацией того, что новые договоренности могут быть неожиданными.

<sup>11</sup> Грэм Эллисон «Обречены воевать: смогут ли Америка и Китай избежать ловушки Фукидида?» (2017 г.).

<sup>12</sup> К Западу относятся любые страны, управление в которых основано на верховенстве закона и некоторых формах представительного правления. По мнению Пола, сюда можно включить Японию, Южную Корею и Индию.

## Важные заявления

**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 несвершения 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 доверяя 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 доверяя 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, получившие 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, 116 Park Street, London W1K 6AP, United Kingdom (Великобритания), телефон +44 (0)20 7491 9111.

Независимые управляющие активами: в случае если данный документ предоставляется независимым управляющим активами (ИАМ), ИАМ строго запрещается воспроизводить, раскрывать или распространять (полностью или частично) данный документ, а также предоставлять его своим клиентам и/или третьим лицам. Получая данный документ, ИАМ подтверждает, что будет самостоятельно принимать решения / выносить суждения о дальнейших действиях и нести ответственность за соответствие предоставленной информации обстоятельствам своим клиентам в отношении инвестиционных, правовых, зонных, налоговых и иных последствий. EFG не несет никакой ответственности за любой ущерб, убытки или затраты (прямые, косвенные или последующие), понесенные вследствие использования данного документа ИАМ, их клиентами или любыми третьими лицами.

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

**Австралия:** 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: 116 Park Street, London W1K 6AP (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 № 53671. 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 — 53671) 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 он не может распространяться, полностью или частично, каким-либо другим лицам.

**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 (Отменяющий и переходный инструмент 2016/396) для контролируемых Управлением по финансовому регулированию и надзору Великобритании (FCA) фирм, которое освобождает 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 проведение операций с ценными бумагами на Багамских островах и с Багамскими островами, 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. Юридический адрес: Goodman's Bay Corporate Centre West Bay Street and Sea View Drive, Nassau, The Bahamas (Багамские острова).

**Бахрейн:** EFG AG Bahrain — филиал EFG Bank AG, получивший лицензию Центрального банка Бахрейна (СВБ) в качестве инвестиционной компании 2-ой категории и имеющий право на ведение следующих видов деятельности: а) заключение сделок купли-продажи финансовых инструментов в качестве агента; б) организация сделок купли-продажи финансовых инструментов; в) управление финансовыми инструментами; г) консультирование по финансовым инструментам; и д) управление организацией коллективного инвестирования. Юридический адрес: EFG AG Bahrain Branch, Manama 1 / Front Sea / Block 346 / Road 4626 / Building 1459 / Office 1401 / P O Box 11321 Manama — Kingdom of Bahrain (Корольство Бахрейн).

**Каймановы острова:** компания EFG Wealth Management (Cayman) Ltd ведет деятельность под контролем Управления денежного обращения Каймановых островов (CIМА) по инвестированию

в ценные бумаги на Каймановых островах или с Каймановых островов и лицензирована им согласно Закону Каймановых островов об инвестировании в ценные бумаги (с учетом поправок). Юридический адрес: Suite 3208, 9 Forum Lane, Camana Bay, Grand Cayman KY1-1003, Cayman Islands (Каймановы острова). Филиал EFG Bank AG на Каймановых островах получил банковскую лицензию класса B, и его деятельность регулируется CIМА. Юридический адрес: EFG Wealth Management (Cayman) Ltd., Suite 3208, 9 Forum Lane, Camana Bay, Grand Cayman KY1-1003, Cayman Islands (Каймановы острова).

**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 регулируется Управлением финансового надзора Дубая (DFSA). Данный материал предназначен исключительно для профессиональных клиентов». Юридический адрес: EFG (Middle East) Limited DIFC, Gate Precinct 5, 7th Floor PO Box 507245 — Dubai, UAE (ОАЭ).

**Трещия:** филиал EFG Bank (Luxembourg) S.A. в Афинах — учреждение EFG Bank (Luxembourg) S.A., не являющееся расчетным, которое уполномочено продвигать продукты и услуги EFG Bank (Luxembourg) S.A. на основании права осуществления экономической деятельности в пределах ЕС согласно лицензии, выданной управлением финансового надзора Люксембурга (CSSF). Юридический адрес: 342 Kifisias Ave. & Ethnikis Antistaseos Str. — 154 51 N. Psυχhiki, номер в Общем торговом реестре — 143057760001.

**Гонконг:** Гонконгское отделение банка EFG Bank AG наделено 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. Юридический адрес: EFG Bank AG, Hong Kong Branch, 18th floor, International Commerce Centre 1 Austin Road West — Kowloon, Hong Kong (Гонконг).

**Лихтенштейн:** деятельность EFG Bank von Ernst AG регулируется Управлением по делам финансового рынка Лихтенштейна. Юридический адрес: EFG Bank von Ernst AG Egertastrasse 10 — 9490 Vaduz, Liechtenstein (Лихтенштейн).

**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.

**Люксембург:** EFG Bank (Luxembourg) S.A. уполномочен Министерством финансов Люксембурга, и его деятельность контролируется Комиссией по надзору за финансовым сектором (Commission de Surveillance du Secteur Financier, CSSF). EFG Bank (Luxembourg) S.A. является членом Фонда страхования вкладов Люксембурга (FG.D.L. — Fonds de Garantie des Dépôts Luxembourg) и участником системы защиты вкладов инвесторов Люксембурга (S.I.L.L. — Système d'Indemnisation des Investisseurs Luxembourg). Номер в Торговом реестре компании Люксембурга — B113375. Юридический адрес: EFG Bank (Luxembourg) S.A. — 56, Grand-Rue, L-1660 Luxembourg (Люксембург).

**Монако:** EFG Bank (Monaco) SAM является монашеской публичной компанией с ограниченной ответственностью, зарегистрированной под номером 90 S 02647 (Registre de 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, исследование рынка и оказание консультационных услуг.

**Португалия:** EFG Bank (Luxembourg) S.A., отделение в Португалии — не являющийся расчетным филиал EFG Bank (Luxembourg) S.A., получивший лицензию Банка Португалии и ведущий под его контролем деятельность по предоставлению инвестиционных услуг (инвестиционного консультирования и получения/передачи приказов) клиентам, зарегистрированным в Люксембурге. Филиал в Лиссабоне, не являющийся расчетным центром, действует согласно паспорту Европейского союза, предоставленному Комиссией по надзору за финансовым сектором (CSSF). Номер зарегистрированной компании: 98649439. Юридический адрес: Avenida da Liberdade № 131 - 6º Dto. — 1250 — 140 Lisbon.

**Сингапур:** сингапурский филиал (номер компании T03FC6371) получил лицензию Денежного-кредитного управления Сингапура в качестве оптового банка, имеющего право на ведение банковской деятельности и дополнительных регулируемых видов деятельности, таких как операции с продуктами рынка капитала (ценными бумагами, схемами коллективного инвестирования, контрактами с биржевыми деривативами, валютными спотовыми контрактами в целях совершения валютных операций с привлечением заемных средств в внебиржевыми контрактами с деривативами), управление фондами, финансирование продуктов и предоставление услуг по депозитарному хранению в качестве компании, оказывающей услуги на рынках капитала и освобожденной от требований Закона о ценных бумагах и фьючерсах 2001 г., а также предоставление услуг по финансовому консалтингу в качестве финансового консультанта, освобожденного от требований Закона о финансовых консультантах 2001 г., будь то напрямую или посредством публикаций или письменных указаний в электронной, печатной или иной форме, поручения другим лицам подготовить или распространять исследовательские аналитические материалы или отчеты об исследованиях в электронной, печатной или иной форме в отношении следующих инвестиционных продуктов, а именно: ценных бумаг, схем коллективного инвестирования, контрактов с биржевыми деривативами, внебиржевых контрактов с деривативами, валютных спотовых контрактов в целях совершения валютных операций с привлечением заемных средств, валютных спотовых контрактов в иных целях и структурированных депозитов. Перед принятием решения о приобретении инвестиционного продукта получателю документа следует проконсультироваться с финансовым консультантом касательно применимости инвестиционного продукта с учетом конкретных инвестиционных целей, финансового положения или определенных потребностей получателя документа. Обратитесь в EFG Bank AG (филиал в Сингапуре), если у вас возникли вопросы или сомнения в связи с данными, представленными в этой публикации. Обратите внимание, что EFG Bank AG (филиал в Сингапуре) не несет никакой ответственности по закону за содержание данной публикации. EFG Bank AG (филиал в Сингапуре) и EFG Asset Management (UK) Limited установили соответствующие механизмы и сергегационные политики для обеспечения независимого характера исследовательской деятельности EFG Asset Management (UK) Limited, а также процедуры для управления неправомерным влиянием мзментов, институциональных инвесторов и других внешних сторон на деятельность EFG Asset Management (UK) Limited. При необходимости также могут быть приняты другие меры в целях предотвращения возможных конфликтов интересов. В пределах Сингапура данный документ и продукты, упомянутые в нем, предназначаются исключительно для «аккредитованных инвесторов» и «институциональных инвесторов» в значении Закона о ценных бумагах и фьючерсах 2001 г. и подзаконных актов. Данный рекламный материал не был проверен Денежно-кредитным управлением Сингапура. Юридический адрес: EFG Bank AG, Singapore Branch 79 Robinson Road #18-01 Singapore 068897.

**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). Адреса швейцарских филиалов: EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Geneva 2 и EFG Bank SA, Via Magatti 2, 6900 Lugano.

**Великобритания:** EFG Private Bank Limited. Если вы получили этот документ от EFG Private Bank Limited, это объясняется наличием договора с EFG Private Bank Limited об оказании консалтинговых услуг, и банк счел продукты, упомянутые в данном документе, подходящими для вас. Данный документ утвержден EFG Private Bank Limited и предоставляется вам банком EFG Private Bank Limited.

Банк EFG Private Bank Limited наделен полномочиями Службой пруденциального надзора, и его деятельность регулируется Управлением финансового надзора и Службой пруденциального надзора. EFG Private Bank Limited является членом Лондонской фондовой биржи. Номер зарегистрированной компании: 2321802. Юридический адрес: EFG Private Bank Limited, Park House, 116 Park Street, London W1K 6AP, United Kingdom (Великобритания). Телефон: +44 (0)20 7491 9111.

**США:** EFG Capital International Corp (EFG Capital) является брокерско-дилерской компанией, 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 и ее аффилированным лицом в США EFG Asset Management (Americas) Corp (EFGAM Americas), являющимся инвестиционным консультантом, зарегистрированным SEC. 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, так как находятся в общей собственности EFG International AG, и могут иметь общий персонал. Юридический адрес: 701 Brickell Avenue, Ninth Floor — FL 33131 Miami.