

INSIGHT

КВАРТАЛЬНЫЙ ОБЗОР РЫНКА

3-Й КВАРТАЛ 2021 Г.

ОСНОВНЫЕ ТЕМЫ



ГЛОБАЛЬНОЕ
СТРАТЕГИЧЕСКОЕ
РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ



ГЛОБАЛЬНЫЙ
ВЫБОР ЦЕННЫХ БУМАГ



РЕГИОНАЛЬНОЕ
РАСПРЕДЕЛЕНИЕ
АКТИВОВ



РЕГИОНАЛЬНОЕ
ФОРМИРОВАНИЕ
ПОРТФЕЛЯ

Отскок
превышает
ожидания



ОБЗОР

Лучшее из всех времен,
худшее из всех времен

ШВЕЙЦАРИЯ

Непростая задача
реформирования
пенсионной системы

ЛАТИНСКАЯ АМЕРИКА

Риски растут

ТЕМА НОМЕРА

Подрывные инновации
в секторе финансовых
услуг

ОБЗОР

2020 год был одним из худших для глобального экономического роста, зато текущий, похоже, станет одним из лучших. Уровень отскока экономической активности выше, чем многие ожидали всего несколько месяцев назад.

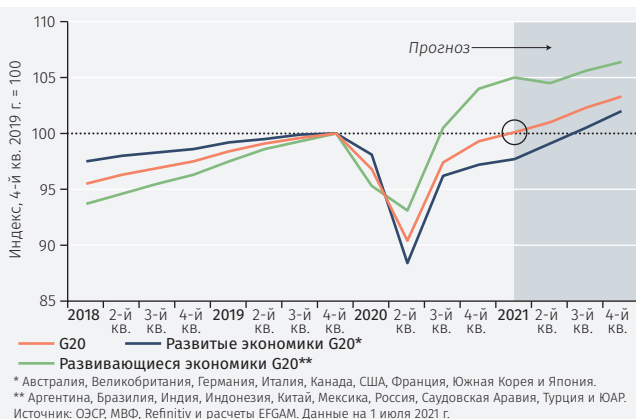
Восстановление мировой экономики: отскок превышает ожидания

Развитие мировой экономики за этот и прошлый год можно резюмировать фразой из Диккенса: «Это было лучшее из всех времен, это было худшее из всех времен»¹.

В этом году Всемирный банк прогнозирует самое сильное послекризисное восстановление мировой экономики за последние восемьдесят лет². ФРС пересмотрела свой прогноз относительно роста ВВП США до 7% (с 4,2% всего семь месяцев назад)³.

В прошлом году сокращение реального ВВП в США было самым большим после Второй мировой войны, в еврозоне — самым большим с момента ее создания в 1999 году, а в Великобритании — самым большим с 1706 года, когда шла война с Францией.

1. ВВП G20: снова выше докризисного уровня

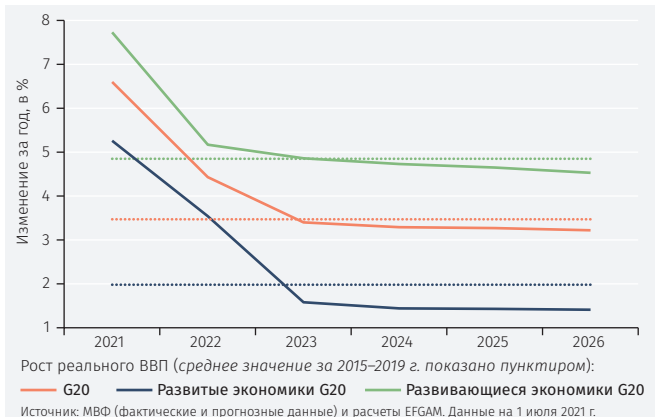


Совокупно для стран G20 реальный ВВП в первом квартале 2021 года уже превысил уровень, наблюдавшийся до пандемии (см. рисунок 1). Это восстановление возглавил Китай, однако Южная Корея и Австралия также превысили уровни до пандемии. США, по прогнозам, пройдут аналогичный рубеж во втором квартале, а экономика большинства европейских стран приблизится к допандемическому уровню ВВП к концу 2021 — началу 2022 года. В то время как в США фискальные ответные меры были оперативными и масштабными, в еврозоне они, несмотря на значительные объемы, разворачиваются медленно и ориентированы на более долгосрочные приоритеты, такие как ограничение выбросов углекислого газа и внедрение цифровых технологий.

Быстрые темпы роста не сохранятся надолго

Чего можно ожидать после возвращения экономической активности к уровням до пандемии? Какое-то время, пока постепенно восстанавливается отложенный спрос, темпы роста могут оставаться высокими — особенно в сфере путешествий, отдыха и развлечений. Однако, прогнозируя ситуацию в 2023 году и далее, многие (в частности МВФ, ожидания которого представлены на рисунке 2) опасаются,

2. Рост экономики G20: возвращение к «норме»?

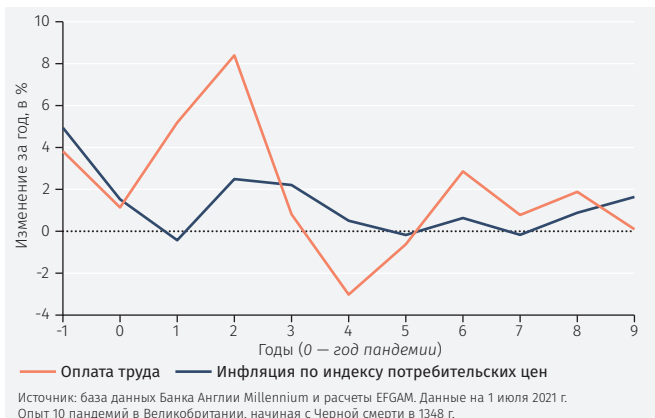


что темпы роста будут ниже, чем до начала пандемии. Опасения возникают сразу по нескольким направлениям. Для многих развитых стран и Китая характерно замедление темпов роста населения и рабочей силы. Также по-прежнему вызывают беспокойство тенденции к ослаблению в сфере производительности. Как саркастично заметил Пол Кругман, «производительность — это еще не все, но в долгосрочной перспективе — это почти все». То есть способность страны повысить свой уровень жизни со временем почти полностью зависит от ее способности увеличить объем производства в расчете на одного работника. Качество необходимой для этого инфраструктуры — как «традиционной» (транспорт, электроэнергия, водоснабжение и канализация), так и цифровой — сильно различается. Его повышение является приоритетной задачей повсеместно.

Инфляционное давление должно ослабнуть

Еще одна значительная экономическая неопределенность, ожидающая нас в ближайшие месяцы, связана с инфляцией. Во многих странах, особенно в США, инфляция растет. Существуют опасения, что это может предвещать начало нового периода в мировой экономике, связанного с более

3. Пандемии, инфляция и оплата труда



¹ Этой фразой начинается роман Чарльза Диккенса *Повесть о двух городах*.

² Всемирный банк, *Перспективы развития мировой экономики*, июнь 2021 г. <https://tinyurl.com/yz35efjr>

³ ФРС, *Сводка экономических прогнозов*. Измеряется как рост между четвертым кварталом текущего года и четвертым кварталом предыдущего года.

ОБЗОР

высокой инфляцией, однако большинство центральных банков, как и многие эксперты частного сектора, считают данное явление временным. Сейчас мы, вероятно, находимся на «пике инфляционного шума»: определить основополагающую тенденцию намного сложнее, чем обычно.

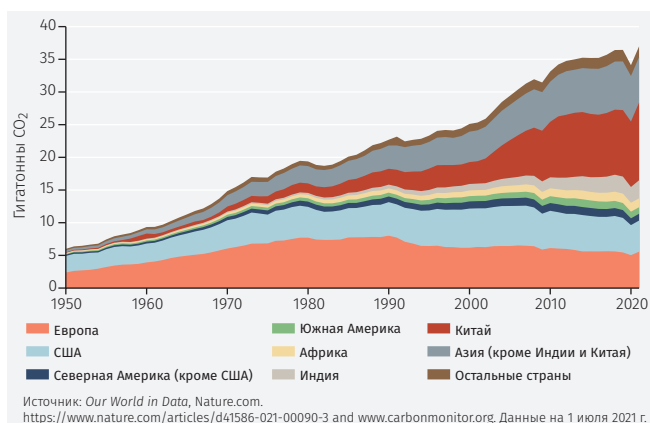
С тенденцией инфляции потребительских цен связано два основных опасения. Первое заключается в том, что этот тип инфляции может вырасти в результате увеличения заработной платы. Нехватка рабочей силы наблюдается во всем мире: от барменов в Великобритании до портовых грузчиков в Сан-Франциско. Общий обзор экономической истории Великобритании показывает, что рост заработной платы в связи с нехваткой рабочей силы обычно резко усиливался после пандемий (см. рисунок 3). Однако такой рост, как правило, носит временный характер, и в течение нескольких лет после пандемии общая тенденция заключается не в повышении, а в понижении инфляции потребительских цен. В целом причина в том, что подавленный спрос обычно является более важным фактором, чем дефицит предложения.

Это позволяет предположить, что вторая инфляционная сила — дефицит предложения в сфере полупроводников, новых автомобилей, строительных материалов и т. д. — также может не иметь длительного влияния. Уже сейчас в США, стране с развитой экономикой, которая открылась быстрее всех, появились признаки текущей коррекции этого дефицита. Поэтому в целом мы склонны с оптимизмом смотреть на перспективы инфляции, и рынок облигаций США, похоже, также принял эту точку зрения.

Изменение климата, автомобили и медь

Одним из положительных побочных эффектов снижения экономической активности в 2020 году стало сокращение выбросов углекислого газа. Но длилось оно недолго. Данные за первые четыре месяца 2021 года показывают заметный рост выбросов (см. рисунок 4). Аналогичная картина наблюдалась после мирового финансового кризиса: произошедшее тогда снижение выбросов углекислого газа сейчас выглядит как кратковременное отклонение.

4. Выбросы CO₂ во всем мире

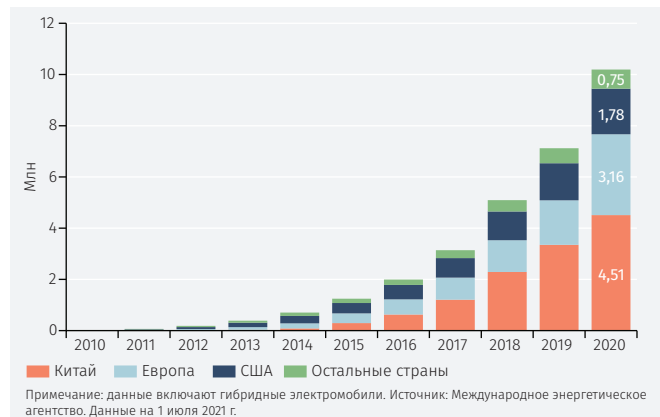


В то же время очевидно, что сегодня международное сообщество более решительно настроено на решение экологических проблем и принимает больше скоординированных обязательств в отношении дальнейших действий. Резко выросло число установок солнечной и ветровой энергии, и намного больше запланировано.

⁴ По оценкам Morgan Stanley. См. <https://tinyurl.com/4yr48et5>

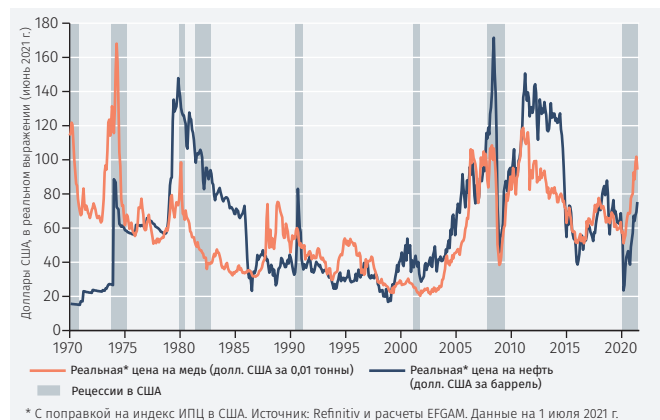
⁵ МВФ, *Бюджетный вестник*, апрель 2021 г.

5. Количество электромобилей во всем мире



Электромобили, которые еще несколько лет назад были редкостью, сегодня встречаются все чаще. Однако по всем этим направлениям еще многое предстоит сделать. Например, из 1,4 миллиарда автомобилей, эксплуатирующихся сегодня по всему миру, электрический привод имеют только 10 миллионов (см. рисунок 5). Электрификация экономики распространяется и на многие другие сферы. Но сама по себе эта тенденция приведет к значительному росту спроса на некоторые сырьевые товары (в частности медь, алюминий, никель и цинк). Хотя цена на медь резко выросла в последние месяцы, в реальном выражении она все еще ниже предыдущих пиковых значений (см. рисунок 6). На этом рынке, вопреки общей тенденции, высокий спрос может преобладать над слабой реакцией со стороны предложения.

6. Цены на медь и нефть в реальном выражении



Существуют опасения, что рынком капитала может быть трудно профинансировать переход к новой, более экологичной инфраструктуре. По одному из подсчетов, чтобы удержать глобальное потепление на отметке 2,0 °C выше доиндустриального уровня, в течение следующих 30 лет потребуется 50 трлн долларов США⁴. Но, учитывая изменение приоритетов многих инвесторов в сторону вложений, ориентированных на климат, мы сомневаемся, что с привлечением необходимого финансирования возникнут проблемы. Определенный контекст здесь могут дать глобальные фискальные ответные меры для борьбы с последствиями пандемии COVID-19: на сегодняшний день они оцениваются в 16 трлн долларов США⁵. После таких расходов затраты на смягчение последствий изменения климата могут показаться гораздо более приемлемыми.

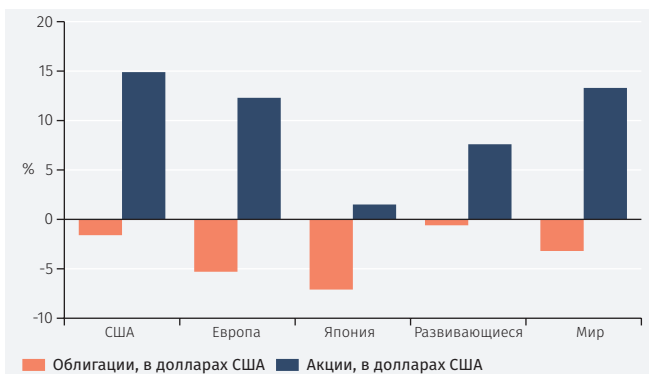
ПОКАЗАТЕЛИ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

В первой половине 2021 года наблюдался общий рост мировых рынков акций, который возглавили США. Рынки облигаций находились под давлением увеличения доходности, что отражало опасения по поводу инфляции, но к концу периода эти опасения ослабли.

Показатели финансовых рынков

Согласно индексу совокупного роста MSCI World в долларах США, за первую половину 2021 года мировые рынки акций выросли на 13,3 % (см. рисунок 7). Динамика мирового рынка облигаций по индексу Bloomberg Barclays Global Aggregate Index⁶, напротив, была отрицательной по результатам первых шести месяцев и составила -3,2 %. На некоторых крупных рынках (в частности в Японии, Швейцарии и еврозоне) рост в долларовом выражении был снижен падением курса местной валюты.

7. Динамика финансовых рынков

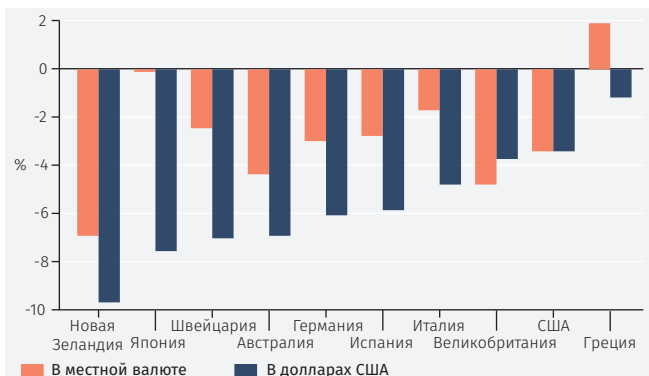


Источники: Barclays Bloomberg (облигации), MSCI (акции). Данные за шесть месяцев на 30 июня 2021 г. Показатели предыдущих периодов не являются индикатором будущих показателей.

Рынки облигаций

На рынках облигаций в первом квартале текущего года наблюдалось общее увеличение доходности по долговым обязательствам с длительным сроком погашения (и, как следствие, снижение цен на них), однако во втором квартале эта тенденция в значительной степени изменилась на обратную, поскольку опасения по поводу инфляции начали ослабевать. В США за первые шесть месяцев этого года

8. Динамика рынка облигаций



Источники: Refinitiv. Совокупный рост эталонных 10-летних государственных облигаций. Данные за шесть месяцев на 30 июня 2021 г. Показатели предыдущих периодов не являются индикатором будущих показателей.

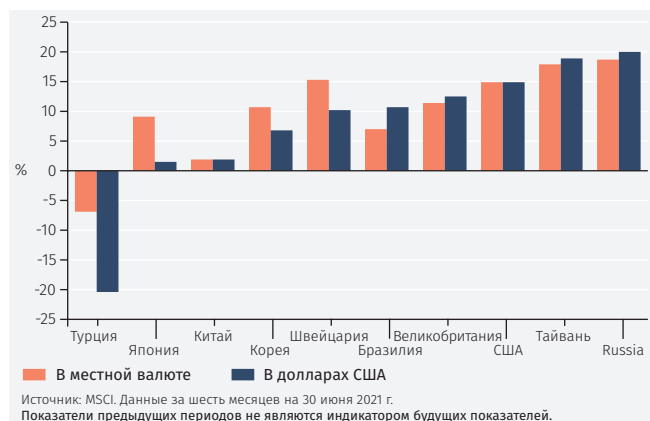
совокупный рост 10-летних государственных облигаций составил -3,2 % (см. рисунок 8). Результативность рынков Австралии и Новой Зеландии в местной валюте была еще ниже, чем в США. В обеих странах увеличение доходности облигаций свидетельствовало об укреплении уверенности в экономическом восстановлении, но, несмотря на это, их валюты ослабли по отношению к доллару США. Обеспокоенность по поводу экономики и Олимпийских игр снизила курс японской иены, что привело к резко отрицательной динамике японских облигаций в долларовом выражении.

В еврозоне наибольший рост показали 10-летние облигации Греции. Их доходность стабильно оставалась на уровне около 1 %, а высокая купонная ставка усиливала рост. Тем не менее на всех рынках облигаций еврозоны и в еще большей степени в Швейцарии рост в долларах США был меньше из-за ослабления местных валют. В Великобритании несколько увеличилась доходность по 10-летним государственным облигациям, что привело к потерям капитала и отрицательной динамике роста в местной валюте, однако фунт стерлингов стал одной из немногих валют, которым в первой половине года удалось укрепиться по отношению к доллару США.

Рынки акций

Рост американского рынка акций в первой половине года составил почти 15 % (см. рисунок 9). Он был еще выше на двух менее крупных рынках: в Тайване, выигравшем от сохранения высоких показателей технологических компаний, и в России, выигравшей от роста цен на нефть. На турецкие акции и турецкую лиру оказала негативное влияние озабоченность по поводу управления экономикой. Хотя рост японских акций превысил 9 % в иенах, ослабление иены привело к тому, что в долларовом эквиваленте он составил всего 1,5 %.

9. Динамика рынка акций



Источники: MSCI. Данные за шесть месяцев на 30 июня 2021 г.

Показатели предыдущих периодов не являются индикатором будущих показателей.

⁶ 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

Перед ФРС стоит дилемма: активный рост экономики говорит о том, что пора задуматься над ужесточением монетарной политики, но повышение инфляции рассматривается как временное явление, а потому следует проявлять осторожность. Сигналы рынка облигаций можно считать обнадеживающими.

Дилемма ФРС

ФРС, как и многие участники финансового рынка, однозначно довольна тем, что экономика США так активно растет в этом году. Она повысила прогнозы роста реального ВВП на этот год до 7 %, но прогнозы на 2022 и 2023 годы не изменились. Исходя из этого, рынок экономики рассматривается как временное — и более краткосрочное явление, чем ожидают многие внешние эксперты.

10. Инфляция в США: ИПЦ, базовый ценовой индекс расходов на личное потребление и долгосрочные прогнозы



Аналогичным образом ФРС считает временным и рост инфляции. Действительно, представляется вероятным, что уровень базовой инфляции ИПЦ, который в мае вырос до 4,9 % (см. рисунок 10), снизится позднее в этом году. Показатель инфляции, который предпочитает использовать ФРС (базовый ценовой индекс расходов на личное потребление), уже ниже этого уровня (3,4 %), а ожидания в отношении инфляции через 5 лет практически не менялись, то есть рынки, вероятно, не слишком обеспокоены

11. 30-летние облигации казначейства США

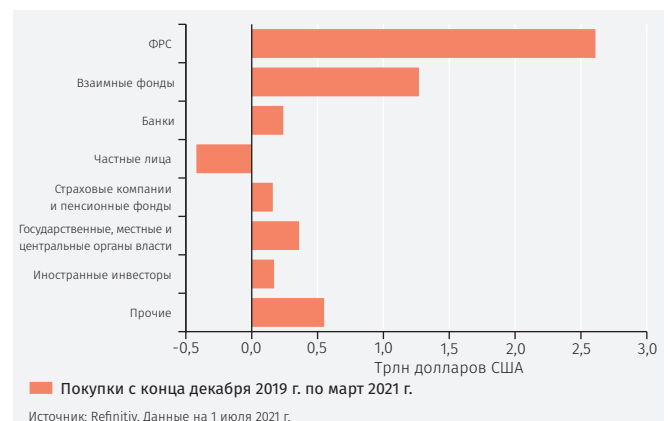


долгосрочными перспективами. Тем не менее в этом году сильно колебались цены на облигации, что отчасти отражает трудности, с которыми столкнулись финансовые рынки при анализе прогнозов инфляции.

О чем говорят рынки облигаций

Цена эталонных 30-летних казначейских облигаций США упала на 17 % за период с начала года до середины марта, а затем начала восстанавливаться (см. рисунок 11). В результате на 1 июля 2021 года доходность по 30-летним облигациям составляла 2,1 %. Это, вероятно, наиболее адекватный способ, которым финансовые рынки могли подтвердить состоятельность целевого показателя инфляции ФРС на уровне 2 % в долгосрочной перспективе⁷.

12. Кто покупает казначейские облигации США?



Многие, разумеется, не поверят такому сигналу, поскольку он исходит от рынка облигаций, печально известного своей изменчивостью и волатильностью. Более того, можно утверждать, что рынок казначейских облигаций искажен крупными покупками ФРС: она стала крупнейшим покупателем с начала пандемии, в то время как продавцами были индивидуальные инвесторы, а иностранные инвесторы, похоже, потеряли интерес (см. рисунок 12).

Вторая половина 2021 года покажет, как будут развиваться эти ключевые темы. К концу года картина эволюции экономики после пандемии должна стать намного более ясной. Мы считаем, что прогнозы ФРС окажутся в целом верными: после кратковременного всплеска темпы инфляции и экономического роста перейдут к медленному и стабильному повышению, в какой-то мере похожему на то, которое было характерно для мира до пандемии.

⁷ Предполагается, что в течение этого периода реальные ставки в среднем близки к нулю.

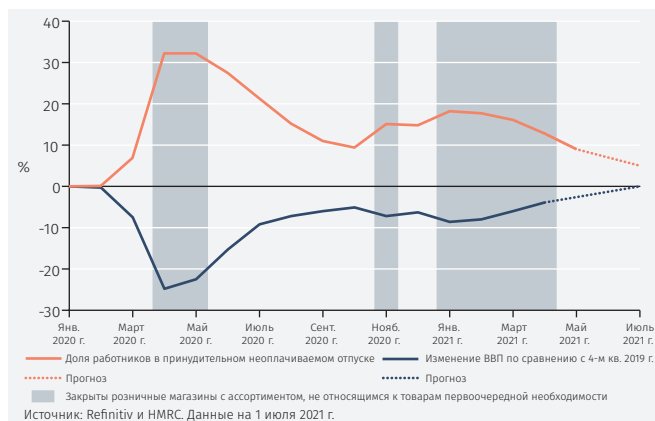
ВЕЛИКОБРИТАНИЯ

Великобритания находится на пути к достижению допандемического уровня экономической активности, однако ожидания быстрого восстановления потребительских расходов выглядят необоснованными. Инфляция и доходность по государственным облигациям по-прежнему вызывают озабоченность.

Путь назад

Экономика Великобритании находится на пути к восстановлению допандемического уровня ВВП, которое, вероятно, произойдет в третьем квартале этого года (см. рисунок 13). Основным фактором, стимулирующим рост в краткосрочной перспективе, является увеличение потребительских расходов. Однако ожидающийся некоторыми существенный рост расходов по принципу «сжатой пружины» на основе быстрого расходования «избыточных сбережений» представляется маловероятным. После первоначального всплеска розничных продаж, наблюдавшегося вслед за ослаблением ограничений в апреле, тенденции выглядят несколько разочаровывающими. Хотя в первом квартале 2021 года домохозяйства сэкономили пятую часть своего располагаемого дохода и объем накопленных сбережений более чем на 200 млрд фунтов стерлингов превышает типичный уровень, мы считаем, что ожидать быстрого расходования этих средств нет оснований по двум основным причинам⁸.

13. Великобритания: принудительные неоплачиваемые отпуска и ВВП

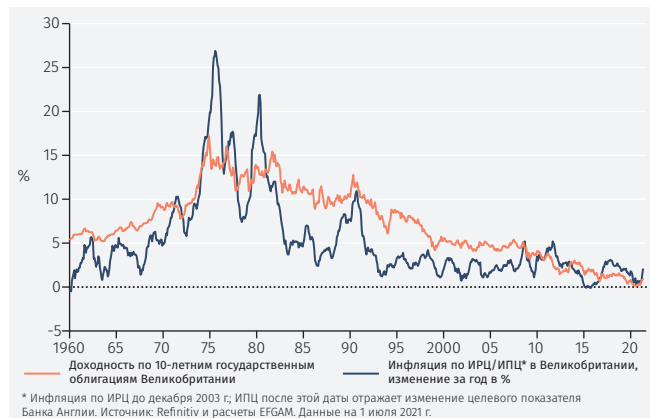


Во-первых, рынок труда отстает от восстановления производства. Хотя число работников, отправленных в принудительный неоплачиваемый отпуск, снизилось после пика свыше 30 % в апреле-мае 2020 года, оно все еще составляет 9 %. Для многих работников стало более ощутимым отсутствие гарантий занятости. Некоторые пересмотрели свой график работы, другие уехали из страны. Во-вторых, людям трудно решиться на расходы в некоторых сферах, особенно учитывая быстрое распространение дельта-штамма коронавируса. Несмотря на то что к 1 июля 85 % населения старше 18 лет получили первую дозу вакцины, а 62 % — вторую, все еще сохраняется осторожность в отношении участия во многих мероприятиях, привычных для жизни до пандемии. Кроме того, способность некоторых секторов реагировать на рост потребительских расходов по-прежнему сдерживается ограничениями по мощности и нехваткой персонала. Также следует отметить, что цены на многие услуги (например, проживание в гостиницах и питание в ресторанах) выросли — в некоторых случаях резко. Даже если у потребителей стало больше денег, которые можно потратить, они по-прежнему заинтересованы в экономии.

Растущая инфляция и финансовые рынки Великобритании

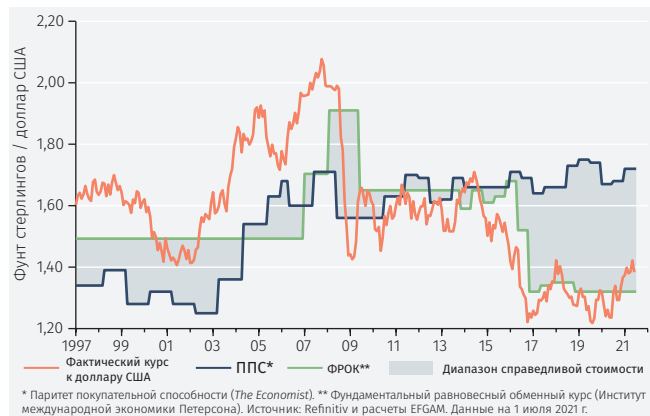
Рост инфляции все больше вызывает опасения. Банк Англии ожидает, что общий уровень инфляции потребительских цен ближе к концу 2021 года поднимется до 3 %. Тем не менее повышение ключевой процентной ставки в ближайшее время представляется маловероятным, и Банк намерен продолжить программу покупки активов. Это помогло удержать доходность 10-летних государственных облигаций на уровне всего 0,7 %, что меньше половины соответствующего показателя в США. На протяжении многих лет в Великобритании наблюдается тенденция к снижению инфляции и доходности государственных облигаций (см. рисунок 14), но рынки могут быть слишком оптимистичны в отношении перспектив сохранения низкого уровня обоих показателей.

14. Доходность государственных облигаций Великобритании и инфляция



Курс фунта стерлингов по отношению к доллару США восстановился и 1 июля находился на отметке 1,38 долл. США. Это значение все еще располагается у нижней границы диапазона, который мы считаем «справедливой стоимостью» (см. рисунок 15). Однако сохраняющиеся неопределенности в отношении экономического роста, политики и новых торговых соглашений Великобритании по-прежнему ограничивают возможности для роста курса.

15. Фунт стерлингов недооценен



⁸ См. нашу публикацию *Infocus: «Избыточные» сбережения и перспективы потребления*, июнь 2021 г.

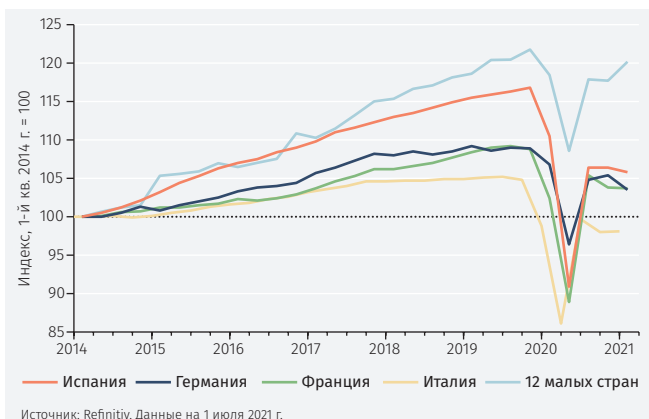
ЕВРОЗОНА

Восстановление экономики еврозоны, которое шло медленнее, чем во многих других странах, начинает набирать темпы. За оставшуюся часть 2021 года его масштабы должны расшириться. Экономическая политика продолжит обеспечивать поддержку, однако долгосрочные проблемы, сдерживающие рост, не исчезнут.

Медленное восстановление крупных экономик

Экономика в еврозоне выходит из кризиса медленнее, чем в США и Китае, хотя активность в сфере услуг, которая отставала от производственного сектора, сейчас демонстрирует более обнадеживающие признаки восстановления. Тем не менее уровень реального ВВП в некоторых странах с крупной экономикой (см. рисунок 16) все еще значительно ниже, чем до пандемии. Особенно медленно проходит восстановление в Италии. В Германии, а также в более гибких экономиках меньших стран еврозоны наблюдается более активный отскок.

16. Восстановление реального ВВП еврозоны: лидируют малые страны



Во второй половине 2021 года и в начале 2022-го экономика еврозоны получит косвенную выгоду от фискального стимулирования, проводимого администрацией Байдена в США, и от роста в Китае, что будет способствовать повышению спроса на экспорт из еврозоны. Также во второй половине года начнется выделение средств в рамках Плана восстановления и повышения устойчивости.

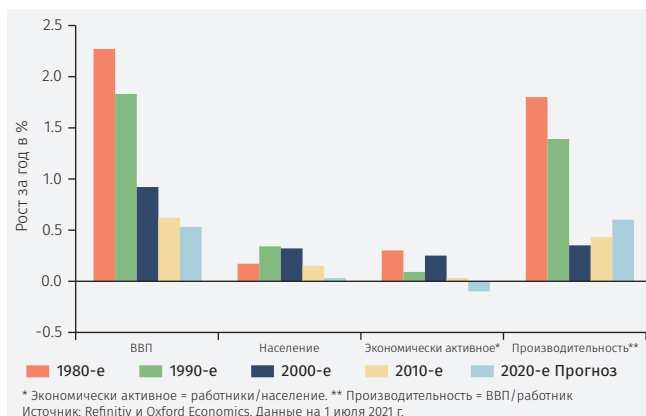
Уровень инфляции в еврозоне вырос, но намного менее заметно, чем в США. Вероятно, любое превышение целевого показателя ЕЦБ «меньше 2 %», но близко к этому уровню» не будет значительным или продолжительным. Инфляция снизилась с 2 % в мае до 1,9 % в июне.

На этом фоне поддержка через экономическую политику, похоже, будет продолжаться. В частности, ЕЦБ, как ожидается, продолжит приобретать активы до конца лета⁹, а ограничение фискального стимулирования, предусмотренное Пактом стабильности и роста, будет приостановлено еще на один год.

Препятствия для роста в будущем

В более долгосрочной перспективе рост будут сдерживать демографические тенденции. Прирост населения в трех крупнейших странах в 2020-х годах прогнозируется близким к нулю, и ожидается снижение доли экономически активного населения (см. рисунок 17). Это придает особую значимость производительности в поддержании роста. Обнадеживает то, что еврозона опережает многие страны в переходе на

17. Франция, Германия и Италия: тенденции экономического роста

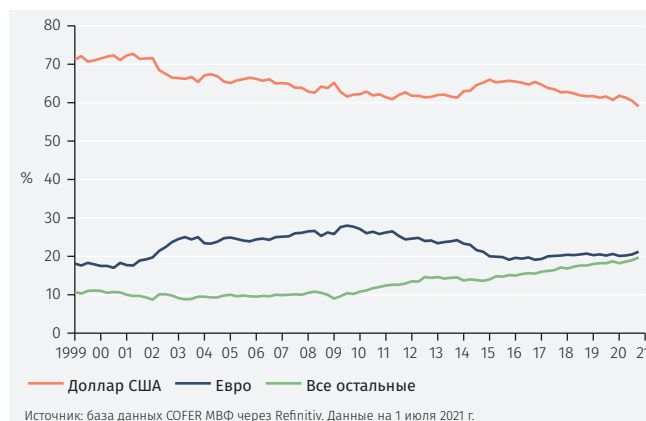


зеленые технологии и сокращения выбросов углекислого газа. Это может заложить более прочную основу для будущего роста еврозоны, учитывая риск для роста, который представляет собой изменение климата, хотя это изменение не знает географических границ.

На финансовых рынках еврозона также стала лидером по выпуску зеленых облигаций. Это может повысить международный спрос на евро. Однако амбициям Европейского совета по расширению использования евро в качестве резервной валюты по-прежнему препятствуют нулевые или отрицательные процентные ставки. Доля евро в мировых валютных резервах стабильна, но находится на относительно низком уровне (см. рисунок 18).

Перед еврозоной стоит много проблем, но у нее есть и большие возможности.

18. Доля в мировых валютных резервах



⁹ По Программе покупки активов в чрезвычайных условиях пандемии (PEPP), которую ЕЦБ запустил в марте 2020 года. Первоначальная сумма в 750 млрд евро была увеличена на 600 млрд евро 4 июня 2020 года и еще на 500 млрд евро 10 декабря, то есть в общей сложности эта программа оценивается в 1850 млрд евро.

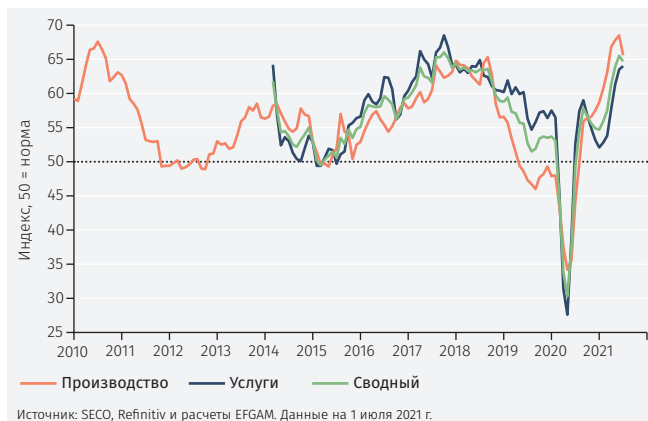
ШВЕЙЦАРИЯ

Теперь, когда экономика Швейцарии вернулась в нормальное русло, а монетарная политика работает на автопилоте, внимание переключилось на фискальную политику — в особенности на щедрую государственную пенсионную систему. Реформа пошла бы экономике на пользу, но добиться ее будет непросто.

Швейцария: возврат в нормальное русло

Результаты исследований показывают, что с ослаблением мер против пандемии экономика Швейцарии существенно восстановилась после спада в первом квартале (см. рисунок 19). Рост внутреннего спроса, стимулируемый сектором услуг, догоняет производственный сектор, который выигрывает от нормализации в международной торговле. Инфляция выросла и находится в пределах целевого диапазона 0–2 %, установленного Швейцарским национальным банком (хотя это произошло в основном за счет эффекта базы сравнения, а сильный швейцарский франк остается дефляционной силой). Швейцарский национальный банк подтвердил, что не спешит ужесточать политику: можно ожидать, что отрицательные процентные ставки и валютные интервенции для сдерживания укрепления франка будут продолжаться.

19. Данные по индексам PMI Швейцарии

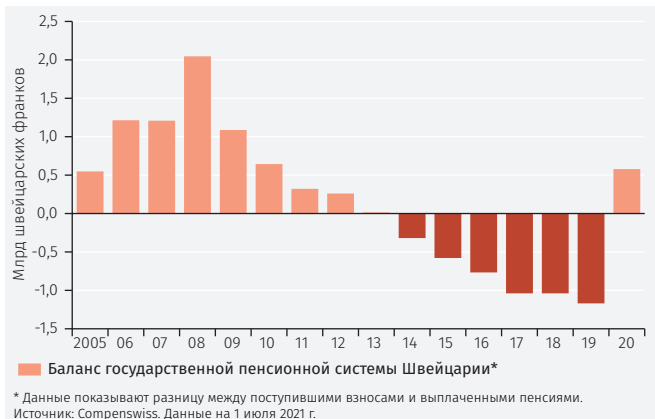


Реформа государственной пенсионной системы

В условиях, когда монетарная политика находится на автопилоте, общественная дискуссия переключилась на фискальную политику, в особенности на государственную пенсионную систему. Федеральный совет предложил реформу государственной Программы страхования престарелых и необеспеченных иждивенцев (OASI). Основные предложения: поднять пенсионный возраст для женщин до 65 лет (сделать его таким же, как для мужчин) и увеличить доходы для программы за счет повышения ставки НДС в Швейцарии. Обе палаты парламента проголосовали за реформу. Однако она вряд ли вступит в силу: опросы общественного мнения показывают, что в случае вынесения на референдум ее отвергнут. Возможно, это не такая уж плохая новость.

Предлагаемая реформа лишь сдерживает финансовые затраты на несколько лет, в то время как неблагоприятные демографические тенденции, влияющие на программу OASI, будут развиваться десятилетиями. Согласно прогнозам верхней палаты парламента Швейцарии, в 2031 году дефицит OASI вырастет до 4,4 млрд швейцарских франков (в четыре раза выше последнего показателя — см. рисунок 20).

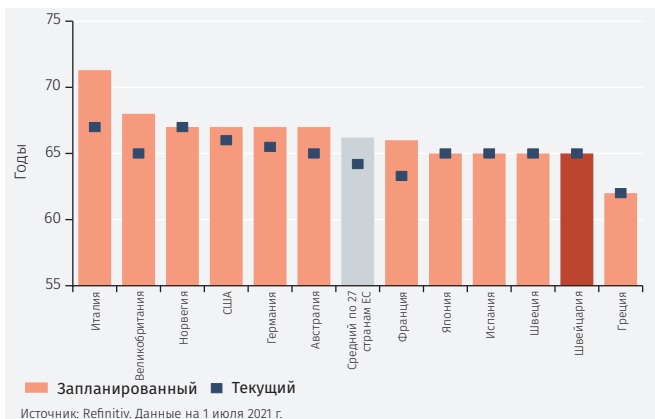
20. Баланс государственной пенсионной системы Швейцарии



Впоследствии старение населения приведет к дальнейшему увеличению дефицита, что сделает неизбежными новые меры, включая сокращение пенсионных выплат или повышение налогов. Более справедливым решением было бы всеобщее повышение пенсионного возраста. С момента создания OASI в 1948 году пенсионный возраст для мужчин в Швейцарии оставался на уровне 65 лет, несмотря на то что ожидаемая продолжительность жизни при рождении выросла более чем на 15 лет.

За прошедшие годы пенсионный возраст повысило большинство стран ОЭСР, в том числе Германия и Италия, где он уже выше, чем в Швейцарии (и планируется его дальнейшее повышение — см. рисунок 21). Повышение пенсионного возраста в Швейцарии позволит увеличить пенсионные выплаты, снизить необходимость повышения налогов и поднять конкурентоспособность швейцарских компаний. Будут ли предприняты такие шаги, неразрывно связанные с трудностями, пока неясно.

21. Стандартный возраст выхода на пенсию: текущий и запланированный



АЗИЯ

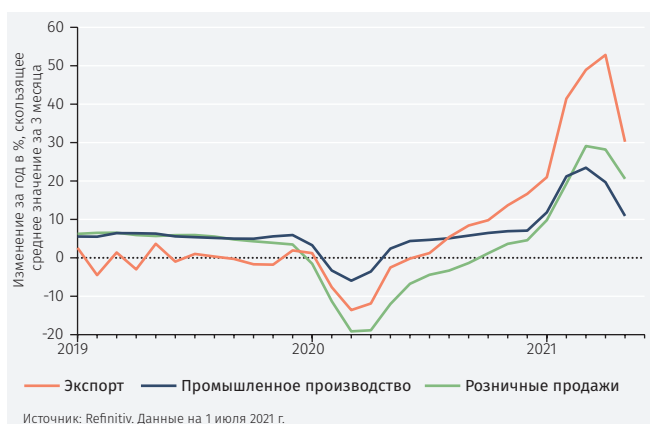
Планы Китая по либерализации рынка капитала призваны стать продолжением уже достигнутого прогресса в экономическом развитии. Конечно, многое еще предстоит сделать, и было бы удивительно, если бы прогресс был совершенно беспрепятственным.

Китай: замедление после стремительного восстановления

Одна из положительных черт централизованной экономики заключается в том, что надежный, хорошо выполняемый план может принести отличные результаты. Хотя на практике плановая экономика редко давала желанные плоды, управление экономикой Китая в последние годы несомненно следует признать успешным.

Совсем недавно Китай быстро восстановился после пандемии коронавируса. Движущей силой этого восстановления стали экспорт и промышленное производство (см. рисунок 22), за которыми последовали потребительские расходы. Китаю удалось обойтись без значительного фискального стимулирования или смягчения условий кредитования — мер, которые были характерны для реакции страны после мирового финансового кризиса. В то время подобная политика была уместна. Сейчас, когда большие объемы кредитования вызывают обеспокоенность, а власти, по-видимому, удовлетворены более медленными и устойчивыми темпами роста, подход изменился. Приняты меры по сдерживанию кредитования. В отличие от стран с развитой экономикой, процентные ставки не снижены. Не проводится масштабное фискальное стимулирование.

22. Китай: экспорт, производство и розничные продажи



Тот факт, что процентные ставки выше, чем на Западе, отчасти объясняет укрепление юаня (см. рисунок 23). Это поможет сдерживать цены на импорт и обеспечит буфер для будущего снижения курса в случае эскалации торговой напряженности между США и Китаем, а также может помочь с изменением баланса экономики таким образом, чтобы она была в большей степени ориентирована на потребителей¹⁰.

Программа Wealth Connect

Следующим шагом в развитии Китая станет ослабление контроля за движением капитала и усиленная интернационализация юаня. Китай планирует реализовать программу Wealth Connect, которая позволит инвестировать до 150 млрд юаней (23 млрд долл. США) в обоих направлениях между Гонконгом и материковым Китаем. Эта

23. Обменный курс и ППС китайского юаня

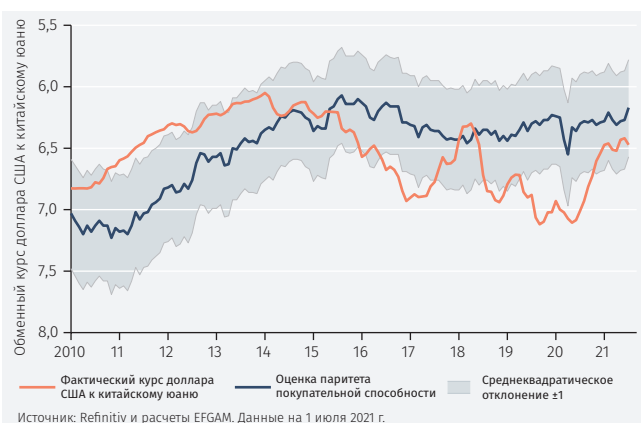
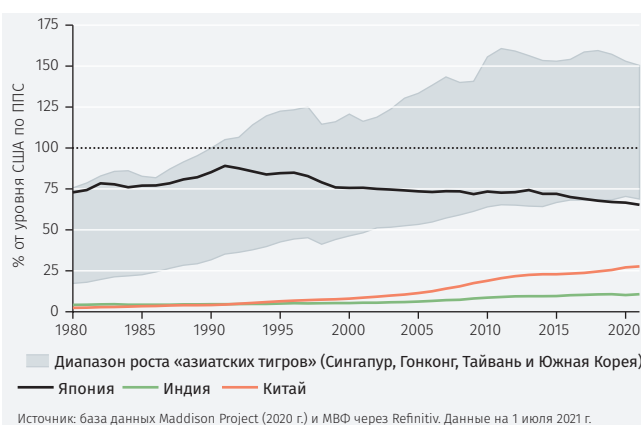


схема станет дополнением к существующим программам, связывающим рынки акций и облигаций. Тем временем продолжается интернационализация юаня. Пусть его доля в международных валютных резервах по-прежнему невелика (2,3%), за последние три года она удвоилась.

Еще многое предстоит наверстать

Реформа финансового рынка, опирающаяся на успешную экономическую реформу, должна способствовать продвижению Китая к более высоким стандартам процветания. Даже после значительного прогресса доход на душу населения в Китае все еще составляет лишь четверть от этого показателя в США (см. рисунок 24). Индия отстает намного больше. Однако обеим странам еще многое предстоит сделать, чтобы повторить успех «азиатских тигров», а опыт Японии показывает, что непрерывный рост может быть проблемой даже для очень успешной экономики. Самые сложные испытания эффективности китайского подхода к развитию экономики и финансового рынка еще впереди.

24. Процветание в Азии: ВВП на душу населения в % от уровня США



¹⁰ См. *The economic and social effects of real exchange rate – Evidence from the Chinese provinces*, Ping Hua, ОЭСР, 2011 г. <https://www.oecd.org/dev/pgd/46838088.pdf>

ЛАТИНСКАЯ АМЕРИКА

В политике стран Латинской Америки произошли важные сдвиги в различных направлениях. В целом риски в регионе возросли. В некоторых странах возможность сохранения прогресса в области экономических реформ и развития вызывает сомнения.

Меняющийся политический ландшафт

В политике стран Латинской Америки произошли явные сдвиги. Хотя общими причинами перемен были пандемия и ее пагубное влияние на экономический рост, государственные финансы и (в некоторых случаях) инфляцию, в разных странах политика двигалась в разных направлениях.

Новый президент Эквадора более консервативен, чем его предшественник.

Новый президент Перу, Педро Кастильо, проводил кампанию на платформе национализации, усиления государственного вмешательства и повышения налогов для богатых. Хотя эта позиция, похоже, смягчилась, прежний политический курс, направленный на развитие рыночной экономики, явно ставится под сомнение.

В Мексике президент Лопес Обрадор потерял большинство в две трети голосов в Конгрессе, что препятствует проведению реформ (в частности налоговой реформы), которые, по общему мнению, были слишком медленными.

Вполне возможно, что в некоторых случаях худшее уже позади. Рост цен на промышленные металлы (особенно на медь) поможет Перу и Чили (двум ведущим мировым производителям в этой отрасли), а Колумбия выиграет от роста цен на нефть. Пандемия коронавируса рано или поздно будет взята под контроль. А стимулирование США обеспечит общий, пусть и скромный рост всему региону.

Растущие риски

Тем не менее в целом наши оценки риска для стран Латинской Америки ухудшились (см. рисунок 25) и теперь являются высокими для всех, кроме Чили. Основные причины повышения риска — ухудшение фискального положения и замедление реального роста. Рынки облигаций, конечно, зависят от прогнозов, и следует ожидать, что такие риски будут закладываться в цены. Однако мы обеспокоены тем, что пока этого не наблюдается,

и с осторожностью относимся к инвестированию в долговые обязательства в этом регионе. Исключением является Бразилия, где центральный банк предпринял решительные действия для сдерживания инфляции. Доходность 10-летних облигаций в национальной валюте составляет 9,5 %, что, безусловно, намного выше вероятного долгосрочного уровня инфляции. При этом доходность облигаций с аналогичным сроком погашения в долларах США составляет 3,1 %, что создает достаточно существенный спред по сравнению с американскими облигациями.

Хотя в Чили риск может быть наименьшим, даже там какое-то время будет сохраняться неопределенность в отношении конституционной реформы, а в пенсионной системе, которая считалась хорошо продуманной, появились трещины. Под политическим давлением было разрешено изымать средства из накопительных пенсионных фондов, что потенциально подрывает будущую жизнеспособность системы.

Все идет не так

В 1980-х годах Чили была в авангарде реформ в регионе Латинской Америки. В то время группа экономистов, прозванных «чикагскими мальчиками», проводила преобразования, которые повторяли реформы президента Рейгана в США и Маргарет Тэтчер в Великобритании: дерегулирование и приватизация, монетарный контроль для снижения инфляции, сокращение налогов и поощрение частного предпринимательства. Это позволило Чили добиться высоких темпов роста с середины 1980-х годов, но теперь прогресс обратился вспять. Другие страны Латинской Америки добились лишь робких успехов в продвижении к уровню жизни США (см. рисунок 26). В некоторых из них текущая неопределенность политического и экономического курса вряд ли подтолкнет развитие в правильном направлении. В связи с этим следует применять крайне избирательный подход к инвестициям.

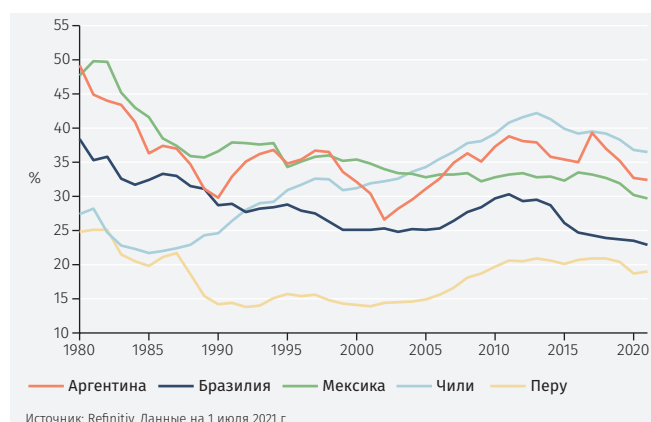
25. Латинская Америка: оценки риска

	1997	2013	2021	Условные обозначения
Аргентина	8	14	18	■ Низкий ■ Средний ■ Высокий
Бразилия	10	16	12	
Чили	11	8	11	
Колумбия	9	7	13	
Мексика	13	8	12	
Перу	10	6	13	

Оценка риска основывается на ряде экономических показателей: сальдо счета текущих операций, баланс государственного бюджета, общий размер государственного долга, инфляция, росте ВВП и изменении роста ВВП, внешнем долге, чистой стоимости иностранных активов, валютных резервах, росте кредитования и изменении роста кредитования.

Источник: МВФ, Refinitiv и расчеты EFGAM. Данные на 1 июля 2021 г.

26. Процветание в Латинской Америке: ВВП на душу населения в % от уровня США



Источник: Refinitiv. Данные на 1 июля 2021 г.

ТЕМА НОМЕРА: ПОДРЫВНЫЕ ИННОВАЦИИ В СЕКТОРЕ ФИНАНСОВЫХ УСЛУГ

Во многих отраслях подрывные инновации начались еще до появления катализатора, которым стала пандемия коронавируса. Мы полагаем, что теперь пришла очередь сектора финансовых услуг.

Во многих отраслях наблюдался переход от устоявшихся бизнес-моделей к новым — процесс, который еще называют подрывными инновациями. Во многих случаях его ускорила пандемия. Новые, как правило цифровые, решения пришли на смену традиционным подходам в совершенно разных сферах, начиная от посещений врача и медицинской диагностики и заканчивая образованием и розничной торговлей.

В финансовом секторе подрывные инновации также уже начались, но мы полагаем, что в ближайшие годы они могут зайти намного дальше.

Почему происходят подрывные инновации? Три компонента

Отрасль делают предрасположенной к подрывным инновациям три компонента. Первый: отрасль почти не менялась в течение длительного времени, но удовлетворенность клиентов находится на низком уровне. Второй: старые игроки получают высокие доходы, что создает потенциал для успеха инноватора. Третий: наличие катализатора — такого как технологии, регулирование или демографическая ситуация, — который поможет подорвать устоявшиеся правила.

Почему в секторе финансовых услуг? Три фактора

Судя по приведенным выше критериям, отрасль финансовых услуг кажется готовой к подрывным инновациям. Что касается первого пункта, то структура отрасли не претерпевала значительных изменений в течение длительного времени. Уже больше ста лет ее ключевыми характеристиками являются центральные банки как кредиторы последней инстанции, банки и страховые компании как основные посредники и наличные деньги, облигации и акции как основные активы. Медианный возраст десяти крупнейших компаний, входящих в американский индекс MSCI Financials, составляет 151 год¹¹.

27. Доходы сектора финансовых услуг и финансовые активы в обращении в США (% от ВВП)



Во-вторых, прибыли остаются высокими. В течение длительного времени стоимость, добавляемая финансовыми компаниями США, в процентном отношении к ВВП росла вместе с задействованными ими финансовыми активами (долговыми обязательствами и акциями). На рисунке 27 показана тенденция с 1950 года, но в целом она прослеживается с конца XIX века¹². Это означает, что финансовое посредничество (добавленная стоимость, деленная на задействованные посредником активы) давало постоянную прибыль в размере 1,5–2 % от задействованных активов на протяжении более 130 лет (хотя в отношении точного способа измерения добавленной стоимости есть некоторые сомнения). В-третьих, появление новых технологий означает, что для устоявшихся бизнес-моделей все чаще предлагаются альтернативы.

Старые сети против новых технологий

Давно существующие банки обычно имеют филиальную сеть, централизованное хранение данных и обособленные предложения — депозиты, накопление сбережений, ипотека и управление частным капиталом предоставляются отдельно. Новые финансовые учреждения, пытающиеся получить долю на рынке, обычно предлагают онлайн-решения на базе приложений с облачным хранением данных. Некоторые из них развиваются стремительно. Одна компания, занимающаяся платежами через приложение, за 11 лет приобрела в США 70 миллионов клиентов, тогда как одному банковскому гиганту потребовалось 222 года, чтобы получить 60 миллионов клиентов.

Другие предоставляют целый ряд решений, включая управление частным капиталом. Это особенно важно, поскольку за последние десять лет состояние американского поколения миллениалов, многие из которых хорошо знакомы с технологиями на базе приложений, выросло в десять раз и достигло 5,9 трлн долларов США¹³. Более того, их инвестиционные предпочтения (например, с увеличенным акцентом на устойчивое развитие) вполне могут отличаться от предпочтений старших поколений.

В сфере страхования одна из новых компаний, применяющих подрывные инновации, использует чат-боты и искусственный интеллект для обработки заявок и претензий, отдавая часть прибыли от андеррайтинга благотворительным организациям. Многие явно находят такой пакет услуг привлекательным.

Разумеется, применение подрывных инноваций сопряжено с определенными рисками. Например, кибербезопасность является важным вопросом как для традиционных, так и для новых финансовых компаний. По оценкам Accenture, риску той или иной формы кибератаки подвержены активы на сумму около 5 трлн долларов США, а ежегодные расходы на кибербезопасность составляют 150 млрд долларов США¹⁴.

На практике, конечно, бросить вызов устоявшимся, давно существующим финансовым учреждениям будет нелегко, тем более что они и сами могут начать внедрение новых технологий.

¹¹ Источники: MSCI; сведения о компаниях.

¹² 'Has the US Finance Industry Become Less efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation', Thomas Philippon, *American Economic Review*, 2015 г. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.20120578>

¹³ Источник: ФРС. <https://tinyurl.com/3sthve8n>

¹⁴ Accenture, *Cybersecurity Report*, 2020 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 несоблюдения 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 личное мнение, не обязательно отражающее 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, 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, 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.

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, зарегистрированный офис 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 регулируемые 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: level 15, Gate Building, Dubai International Financial Centre, Dubai, UAE (ОАЭ), 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 (Комиссии 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. Резидентам 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, исполняющими 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 (Luxemburg) S.A. зарегистрирован под номером 393 в Комиссии по рынку ценных бумаг Португалии и под номером 280 в Банке Португалии. Регистрационный номер налогоплательщика и номер в торговом реестре: 980649439. Юридический адрес: Av. da Liberdade, No 131, 6to Do — 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 дополнительной — 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 «правоочными покупателями» (в соответствии с определением Закона об инвестиционных компаниях США от 1940 года с учетом изменений и дополнений («Закон об инвестиционных компаниях»)) и «аккредитованным инвесторам» (согласно определению Правила 501(а) 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.