

8 сентября 2021

Периодическое издание

Ежедневный макроэкономический обзор

Перегрев

Вчера индекс NASDAQ поднялся до нового рекордного уровня вслед за S&P 500, только недавно обновившим максимум. Позитивный настрой участников фондового рынка находит отражение и в динамике MSCI World Equity, который на этой неделе также достиг рекордно высокой отметки. Индекс рынков акций развивающихся стран MSCI EM Equity достиг пика в феврале этого года, после чего консолидировался в сравнительно узком диапазоне. Перебои в работе цепочек поставок и распространение дельта-штамма коронавируса негативно сказываются на экономической активности, особенно в азиатских странах, где сосредоточено значительное число мировых производителей микрочипов. Что интересно, японский Nikkei 225 при этом вырос и сейчас торгуется выше отметки в 30 000 пунктов. Отставка премьер-министра Японии Ёсихидэ Суги и перспектива выделения новых бюджетных средств на поддержку экономики страны еще больше укрепили спрос со стороны оптимистично настроенных инвесторов, несмотря на одновременное сокращение покупки активов в рамках программы количественного смягчения Банка Японии (второй по величине после аналогичной программы Национального банка Швейцарии).

Индекс доллара в последнее время держится довольно уверенно, несмотря на признаки восстановления притока средств в фонды акций развивающихся рынков. С точки зрения инвесторов экстремально высокий уровень мультипликаторов американского рынка акций служит основанием для того, чтобы увеличить в своих портфелях долю азиатских бумаг или акций развивающихся стран. Заметим, что для сентября и октября характерен всплеск волатильности на рынках акций, к которой может добавиться волатильность, связанная с изменениями в бюджетной политике США (включая приостановку работы федерального правительства из-за проблемы с потолком долга).

Нил Маккиннон, экономист
+44 20 3334 8865 // neil.mackinnon@vtbcapital.com

Настоящий материал является переводом обзора [Global Macro Jottings – US equity stretch](#) от 08.09.2021.

Настоящий документ предназначен для институциональных инвесторов и может не отвечать всем требованиям к независимости и полноте раскрытия информации, предъявляемым к аналитическим материалам по рынку долгового капитала, предназначенным для розничных инвесторов, изложенным в Правиле 2242 Службы регулирования отрасли финансовых услуг США (Financial Industry Regulatory Authority – «FINRA»). Независимость настоящего материала от собственных интересов ВТБ Капитал не гарантируется. ВТБ Капитал может осуществлять торговлю ценными бумагами и финансовыми инструментами, упоминаемыми в настоящем материале, в собственных интересах, а также, действуя по своему усмотрению, в интересах своих клиентов. Указанные интересы могут не соответствовать рекомендациям, содержащимся в аналитических материалах ВТБ Капитал. Все цены в настоящем материале представлены по состоянию на закрытие торгов 08.09.2021 или последнее предшествующее этой дате закрытие торгов (если не указано иное). Аналитики ВТБ Капитал периодически обновляют и пересматривают вынесенные рекомендации. Настоящий аналитический материал был подготовлен аналитиками, связанными с VTB Capital plc, и распространяется АО ВТБ Капитал, VTB Capital plc и аффилированными с ними структурами, зарегистрированными за пределами США. Настоящий материал распространяется среди инвесторов на территории США компанией Xtellus Capital Partners Inc. («Xtellus») в качестве «аналитического материала, подготовленного третьей стороной» («third-party research report») в определении Правила 2242(a)(17) FINRA. Другая информация, раскрываемая в соответствии с требованиями действующих нормативных актов, включая подтверждение аналитиков, содержится в разделе «Раскрытие информации» настоящего материала.

Что касается позиции Федрезерва и особенно его председателя Джерома Пауэлла, регулятор по-прежнему нацелен на продолжение стимулирующей монетарной политики. Центробанки всегда боятся слишком рано начать ужесточение, хотя их способность наступать на одни и те же грабли хорошо известна. И если уж говорить об ошибках регуляторов за последние десять лет, то главной из них, несомненно, было многолетнее сохранение ультрамягкой политики Федрезерва, которая способствовала рекордному росту денежной базы (хотя темпы роста банковского кредитования в США при этом снизились), взлету спекулятивной активности, безудержному наращиванию долговой нагрузки (включая маржинальный долг) и постоянному формированию все новых и новых ценовых пузырей (например, на рынке жилья США, где годовые темпы роста цен уже достигли почти 20%).

Как отмечает один из самых известных на рынке «медведей» Джон Хассман, **«примечательной чертой долгих бычьих рынков является то, что инвесторы начинают верить – даже когда рыночные оценки достигают экстремальных значений – что мир изменился, и резкие обвалы и продолжительные периоды низкой доходности теперь невозможны. Из всех пузырей за всю историю рынка, включая пузырь 1929 г., пузырь Go-Go конца 1960-х, Nifty-Fifty-манию начала 1970-х, технопузырь конца 1990-х и ипотечный пузырь 2007 г., предшествовавший мировому финансовому кризису, ни один не приводил к столь прочному укоренению идеи о невозможности длительных потерь на рынке акций, как тот, в котором мы находимся сейчас».**

По мнению Хассмана, «это, возможно, величайшая ошибка в истории инвестиций – платить экстремально высокие мультипликаторы за экстремально высокие прибыли, являющиеся следствием экстремально высоких уровней маржи и государственных субсидий, полагая при этом, что столь высокие мультипликаторы действительно заслуживают премий к исторически низким процентным ставкам, являющимся отражением исторически низких структурных темпов роста экономики». Хассман добавляет, что «мы находимся в самой оптимистической точке самого перегретого пузыря в истории страны». Конечно, предостережениями Хассмана вполне можно пренебречь. Инвесторы по большей части уверены, что Федрезерв всегда будет поддерживать рынок, и коррекции, если и будут, то едва ли превысят 10–15%, причем в такие периоды появляется возможность увеличить вложения в акции. С этим трудно поспорить. Центробанк США в прошлом неоднократно либо отказывался от планов ужесточения политики, либо заявлял о намерении продлить стимулирующие меры, поэтому позиция многих институциональных инвесторов вполне понятна. Зачем идти против тренда?

Но, как отмечает Хассман, «ирония нынешнего пузыря заключается в следующем: цены на рынке держатся на рекордно высоких уровнях не благодаря эффективной политике Федрезерва, а скорее благодаря желанию спекулянтов не допустить падения цен, что создает видимость эффективности политики регулятора». Хассман считает, что пузыри на американском финансовом рынке порождает Федрезерв своим «неэффективным, ошибочным и догматичным вмешательством». Помимо этого, он выдвигает следующий любопытный тезис: «популярность пассивного инвестирования всегда растет в крайних ценовых точках, потому что в эти моменты доходность прошлых периодов выглядит особенно впечатляюще».

Некоторые американские инвестиционные банки уже понизили свои прогнозы темпов роста ВВП США в третьем квартале текущего года в свете предстоящего завершения экстренных программ поддержки безработных и снижения темпов роста потребительских расходов на фоне неожиданного замедления роста числа рабочих мест. Согласно общему мнению, пик фискального стимулирования с точки зрения его влияния на ВВП США уже пройден, и дальше оно будет уменьшаться. Учитывая рост федерального долга США в процентном отношении к ВВП и размер дефицита бюджета США, дальнейшая существенная фискальная экспансия практически исключена. С точки зрения системы

национальных счетов дефицит федерального бюджета обязательно выражается в профиците в других секторах экономики, именно поэтому мы наблюдаем рекордный уровень личных сбережений, рекордные уровни корпоративной прибыли и рекордный дефицит торгового баланса. Таким образом, в будущем снижение дефицита бюджета США из-за потенциального ужесточения денежно-кредитной политики приведет к снижению профицитов домохозяйств, бизнеса и внешнего сектора и, как следствие, к сокращению расходов. Президент Байден и его администрация могут оказаться в сложной ситуации в преддверии промежуточных выборов в 2022 г.

Между тем инвесторы ожидают, что по итогам завтрашнего заседания ЕЦБ будет объявлено о сворачивании экстренной программы покупки облигаций, однако другие элементы количественного смягчения, как и отрицательные процентные ставки, конечно, будут сохранены. Сторонники жесткой позиции в ЕЦБ обеспокоены тем, что инфляция в еврозоне находится на 10-летнем максимуме, а также указывают на улучшение экономических перспектив еврозоны. Однако вряд ли все произойдет именно так, как им бы того хотелось, поскольку дефицитные «южные» страны едва ли захотят затормозить восстановление своих экономик преждевременными действиями в области денежно-кредитной политики.

Раскрытие информации

Подготовка и распространение аналитических материалов ВТБ Капитал за пределами США

Информация и мнения, содержащиеся в аналитических материалах ВТБ Капитал, подготовлены аналитиками, связанными с АО ВТБ Капитал, VTB Capital plc и аффилированными с ними структурами, зарегистрированными за пределами США (совместно и в отдельности именуемыми соответственно «Группа ВТБ» и «Структура Группы ВТБ»), фамилии которых указаны на первой странице настоящего аналитического материала ВТБ Капитал. Аналитические материалы, подготовленные структурами Группы ВТБ, распространяются под логотипом ВТБ Капитал (каждый такой материал, именуемый «Аналитический материал ВТБ Капитал»). Настоящий аналитический материал ВТБ Капитал распространяется за пределами США структурами Группы ВТБ.

Распространение аналитических материалов ВТБ Капитал среди инвесторов на территории США

Настоящий аналитический материал ВТБ Капитал распространяется среди инвесторов на территории США компанией Xtellus Capital Partners Inc. («Xtellus»), являющейся брокером-дилером, зарегистрированным Комиссией по ценным бумагам и биржам США (U.S. Securities and Exchange Commission – «SEC»), и членом Службы регулирования отрасли финансовых услуг США (Financial Industry Regulatory Authority – «FINRA»). Компания Xtellus не принимала участия в подготовке настоящего аналитического материала ВТБ Капитал и распространяет его среди инвесторов на территории США в качестве «аналитического материала, подготовленного третьей стороной» («third-party research report») в определении Правила 2242(a)(17). Xtellus принимает на себя ответственность за содержание настоящего аналитического материала ВТБ Капитал в степени, необходимой в соответствии с указанием SEC согласно Правилу 15a-6.6 в рамках Закона о торговле ценными бумагами (США, 1934 г.). Согласно Правилу 15a-6, операции с ценными бумагами, рассматриваемыми в настоящем аналитическом материале ВТБ Капитал, должны осуществляться структурами Группы ВТБ с инвесторами из США через компанию Xtellus. Инвесторы, базирующиеся на территории США и желающие связаться с аналитиками ВТБ Капитал, являющимися авторами настоящего аналитического материала, либо намеревающиеся совершить какие-либо операции с ценными бумагами, рассматриваемыми в настоящем аналитическом материале ВТБ Капитал, должны связаться с компанией Xtellus.

Взаимоотношения ВТБ и Xtellus

Xtellus является правопреемником компании VTB Capital Inc, брокера-дилера, имевшего регистрацию SEC и аффилированного с Группой ВТБ. 31 августа 2018 г. Группа ВТБ продала свою долю в VTB Capital Inc. вновь созданной холдинговой компании Kherpi Capital, LLC, принадлежащей ряду учредивших ее сотрудников VTB Capital Inc. В рамках сделки компания VTB Capital Inc. была переименована в Xtellus. Хотя Группа ВТБ не владеет долей в Xtellus, Xtellus продолжает оказывать услуги структурам Группы ВТБ. В частности, Xtellus (i) в соответствии с Правилем 15a-6 в рамках Закона о торговле ценными бумагами выступает в качестве агента структур Группы ВТБ в части исполнения операций с ценными бумагами, осуществляемых структурами Группы ВТБ с инвесторами из США, и (ii) является эксклюзивным дистрибутором аналитических материалов ВТБ Капитал на территории США. Xtellus получает комиссионное вознаграждение за подготовку аналитики и предоставление посреднических услуг структурам Группы ВТБ в соответствии с требованиями Правила 15a-6, в том числе за предоставление права распространения аналитических материалов Xtellus за пределами США. Хотя Группа ВТБ не владеет долей в Xtellus, ввиду договоренностей, действующих между Группой ВТБ и Xtellus в отношении распространения аналитических материалов и предоставления услуг в соответствии с Правилем 15a-6, настоящий аналитический материал ВТБ Капитал содержит раскрытие информации, соответствующее требованиям Правил FINRA 2241(h)(4) и 2242(g)(3), применимым к структурам Группы ВТБ, как если бы таковые являлись лицами, аффилированными с Xtellus. Тем не менее данное раскрытие информации не должно расцениваться как указание на аффилированность какой-либо из структур Группы ВТБ с Xtellus.

Раскрытие информации о потенциальном конфликте интересов

Настоящий документ предназначен для институциональных инвесторов и не подпадает под действие стандартов независимости аналитического освещения и раскрытия информации, установленных Правилем FINRA 2242 для аналитических материалов по рынку долга, предназначенных для розничных инвесторов.

Структуры Группы ВТБ находятся в деловых отношениях и стремятся к установлению таковых с эмитентами, упоминаемыми в настоящем аналитическом материале ВТБ Капитал. Как следствие, полная независимость настоящего материала от собственных интересов ВТБ Капитал не всегда может быть гарантирована. ВТБ Капитал торгует ценными бумагами и финансовыми инструментами, упоминаемыми в настоящем материале, на собственный счет и в отдельных случаях от имени некоторых клиентов. Такие торговые интересы могут противоречить рекомендациям, содержащимся в аналитических материалах ВТБ Капитал. В связи с этим инвесторы должны понимать, что у Группы ВТБ может возникнуть конфликт интересов, который может повлиять на объективность аналитических материалов ВТБ Капитал.

При принятии инвестиционных решений инвесторы должны руководствоваться комплексом факторов, а не только настоящим материалом. В случаях, когда аналитический материал ВТБ Капитал по экономике или рынку инструментов с фиксированной доходностью содержит инвестиционную рекомендацию в отношении конкретной ценной бумаги или финансового инструмента, раскрытие информации, требуемое в соответствии с последней редакцией Распоряжения (ЕС) № 596/2014 и других применимых правил и положений, можно найти на следующих веб-страницах:

Раскрытие информации – <http://research.vtbcapital.com/ServicePages/Disclosures.aspx>.

Инвестиционные рекомендации – <https://www.vtbcapital.com/about/information-disclosure/investment-recommendations/>

Информацию о предыдущих инвестиционных рекомендациях в отношении ценных бумаг или финансовых инструментов, указанных в настоящем материале, можно найти, загрузив таблицу Инвестиционные рекомендации по рынку инструментов с фиксированной доходностью и отфильтровав столбец «Эмитент». Информацию об инвестиционных рекомендациях в отношении долевых ценных бумаг эмитентов, упоминаемых в настоящем материале, можно найти в соответствующей таблице инвестиционных рекомендаций.

Если на вышеуказанных страницах и в соответствующих таблицах информация об эмитенте, упоминаемом в аналитическом материале ВТБ Капитал по экономике или рынку инструментов с фиксированной доходностью, отсутствует, это означает и отсутствие каких-либо инвестиционных рекомендаций в определении последней редакции Распоряжения (ЕС) № 596/2014 и других применимых правил и положений в отношении ценных бумаг данного эмитента.

Дополнительную информацию об эмитентах, упоминаемых в настоящем материале, можно получить, обратившись в один из офисов ВТБ Капитал (контактная информация приведена на последней странице настоящего материала). Для получения 1) краткого описания базы оценки или методологии, допущений, использованных в рамках оценки финансового инструмента или эмитента, а также сведений о любых изменениях в оценке, методологии или использованных допущениях; 2) подробной информации об оценке или методологии либо допущениях, использованных в любых несобственных моделях ВТБ Капитал; или 3) значимой информации о собственных моделях ВТБ Капитал; пожалуйста, обратитесь к аналитическому portalу ВТБ Капитал (<https://research.vtbcapital.com>) либо к авторам настоящего документа.

Раскрытие информации об эмитенте (эмитентах)

Важная информация о потенциальном конфликте интересов, а также история присвоения рейтингов по акциям в отношении компании (компаний), являющейся (являющихся) предметом настоящего аналитического материала, доступна по ссылке <https://research.vtbcapital.com/ServicePages/Disclosures.aspx> (на английском языке).

Подтверждение аналитиков

Аналитики, чьи фамилии указаны на первой странице настоящего аналитического материала ВТБ Капитал, в соответствии с Распоряжением Комиссии по ценным бумагам и биржам США о требованиях к подтверждению аналитиков (SEC Regulation AC) подтверждают следующее: 1) все взгляды, изложенные в настоящем аналитическом материале ВТБ Капитал, в точности отражают их личную точку зрения в отношении ценных бумаг и эмитентов, являющихся предметом данного аналитического материала; 2) никакая часть вознаграждения аналитиков ВТБ Капитал не зависит и не может зависеть, напрямую или косвенно, от рекомендаций и мнений, представленных в аналитических материалах ВТБ Капитал.

Вознаграждение аналитиков, чьи фамилии указаны в аналитических материалах ВТБ Капитал, формируется с учетом различных факторов, в том числе совокупной выручки Группы ВТБ, часть которой Группа получает в результате своей инвестиционно-банковской деятельности.

Распределение рекомендаций ВТБ Капитал по инструментам с фиксированной доходностью

Распределение инвестиционных рейтингов			Распределение инвестиционных рейтингов по компаниям, являющимся клиентами ВТБ Капитал		
Лучше рынка	1	50.00%	Лучше рынка	0	0.00%
Нейтрально	0	0.00%	Нейтрально	0	0.00%
Хуже рынка	0	0.00%	Хуже рынка	0	0.00%
Покупать	1	50.00%	Покупать	0	0.00%
Продавать	0	0.00%	Продавать	0	0.00%
Пересматривается	0	0.00%	Пересматривается	0	0.00%
	2			0	

Источник: ВТБ Капитал на основе данных по состоянию на 31 июля 2021

Распределение рекомендаций по рынку инструментов с фиксированной доходностью представлено в разрезе отдельных финансовых инструментов, а не в разрезе эмитентов. Соответственно, случаи вынесения рекомендаций в отношении более чем одного финансового инструмента одного эмитента учитываются отдельно.

Управление конфликтами интересов

Аналитические материалы ВТБ Капитал публикуются в соответствии с принципами управления конфликтами интересов, которые доступны по ссылке <http://research.vtbcapital.com/ServicePages/Files/Col+Arrangements+Research.pdf>.

Аналитический отдел ВТБ Капитал

Москва	Лондон
Тел.: +7 495 660 4253 research@vtbcapital.com	Тел.: +44 (0) 20 3334 8557 research@vtbcapital.com

Офисы ВТБ Капитал

АО ВТБ Капитал	VTB Capital plc	VTB Capital plc
123100, Россия, Москва Пресненская наб., д. 12 Башня Запад Комплекс Федерация Тел.: +7 495 960 9999 www.vtbcapital.com	14 Cornhill London EC3V 3ND Тел.: +44 (0) 20 3334 8000 Факс: +44 (0) 20 3334 8900 www.vtbcapital.com	9 Battery Road #27-01 Straits Trading Building Singapore 049910 Тел.: +65 6220 9422 Факс: +65 6225 0140 www.vtbcapital.com
VTB Capital Hong Kong Limited		
Unit 2301, 23/F Cheung Kong Center 2 Queen's Road Central Hong Kong Тел.: +852 3195 3688 Факс: +852 3195 3699 www.vtbcapital.com		

Структуры Группы ВТБ находятся в деловых отношениях и стремятся к установлению таковых с компаниями, деятельность которых освещается в их аналитических материалах. В связи с этим инвесторы должны осознавать возможность конфликта интересов, который может повлиять на объективность настоящего материала. При принятии того или иного инвестиционного решения инвесторы должны руководствоваться комплексом факторов, а не только настоящим материалом.

ВТБ Капитал не является инвестиционным советником и не осуществляет инвестиционное консультирование или предоставление индивидуальных инвестиционных рекомендаций получателям или любым другим лицам в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ (с изменениями и дополнениями).

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение о покупке или продаже ценных бумаг или иных финансовых инструментов. Ни информация, содержащаяся в настоящем аналитическом материале, ни любая другая информация, касающаяся темы данного материала, которая может быть распространена в будущем, не могут быть использованы в качестве основы для возникновения какого-либо контракта. Информация, содержащаяся в настоящем материале, и выводы, сделанные на ее основе, были получены из открытых источников, которые Группа ВТБ считает надежными. Несмотря на всю тщательность, с которой готовился настоящий материал, ни один аналитик, директор, руководитель, сотрудник, агент или советник любого члена Группы ВТБ не дает каких-либо гарантий или заверений, выраженных или подразумеваемых, и не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении надежности, точности или полноты информации, содержащейся в настоящем аналитическом материале. Мы в прямой форме снимаем с себя ответственность и обязательства в связи с любой информацией, содержащейся в настоящем материале. Любая информация, содержащаяся в настоящем материале, может изменяться в любое время без предварительного уведомления. Ни один из членов Группы ВТБ не берет на себя обязательств по обновлению, изменению, дополнению настоящего аналитического материала или уведомлению читателей в какой-либо форме в том случае, если какой-либо из упомянутых в материале фактов, мнений, расчетов, прогнозов или оценок изменится или иным образом утратит актуальность, либо анализ упоминаемой в нем компании будет прекращен. Помимо этого, следует иметь в виду, что прошлые результаты не являются индикатором будущих результатов.

Финансовые инструменты и стратегии, обсуждаемые в настоящей публикации, необязательно приемлемы для всех инвесторов или отдельных групп инвесторов, которым следует принимать самостоятельные инвестиционные решения, при необходимости обращаясь к услугам собственных финансовых консультантов и основываясь на собственной финансовой ситуации и конкретных инвестиционных целях. В частности, обращение к независимым консультантам рекомендуется в случае возникновения у инвесторов любых сомнений относительно пригодности информации и стратегий, обсуждаемых в настоящем материале, с точки зрения их деловых и инвестиционных целей. Настоящий аналитический материал предназначен вниманию конкретного круга лиц в соответствии с применимым законодательством и не подлежит воспроизведению или направлению любому иному лицу без предварительного письменного согласия на то со стороны одного из членов Группы ВТБ. Настоящий аналитический материал не может служить основанием для принятия решений розничными клиентами или лицами, для которых его предоставление не предусмотрено законодательством. Несанкционированное использование или обновление настоящего аналитического материала строго запрещено. Члены Группы ВТБ и/или их руководители, директора и сотрудники (включая, помимо прочего, лиц, участвовавших в подготовке и публикации настоящего аналитического материала) могут владеть, иметь открытые позиции по или осуществлять транзакции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, упоминаемыми в настоящем материале, либо осуществлять инвестиции в отношении любого из упоминаемых в нем эмитентов, могут участвовать в операциях с ценными бумагами в форме, не соответствующей с данными настоящего аналитического материала, а в отношении ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем материале – продавать их клиентам или покупать их у клиентов, выступая в роли принципала, и действовать в качестве директора, агента по размещению, консультанта или кредитора, маркет-мейкера, а также выступать в качестве менеджера или соменеджера наиболее недавнего публичного размещения любых инвестиций эмитента таких ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем материале, либо предоставлять инвестиционно-банковские или иные услуги, а также предлагать инвестиционно-банковские или иные услуги любой из компаний, упомянутых в настоящем материале. Информация о конфликтах интересов, если таковые имеют место, приводится в конце текста данного аналитического материала. Члены Группы ВТБ могли предпринять действия в соответствии с информацией и выводами, содержащимися в настоящем материале, либо использовать их, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий материал, до его публикации. Инвестиции в Российскую Федерацию, российский рынок, финансовые инструменты и ценные бумаги связаны с повышенной степенью риска; как физические, так и юридические лица могут столкнуться с ограничениями в своей работе на рынках ценных бумаг Российской Федерации. Инвесторам следует проводить собственную экспертизу, прежде чем принимать инвестиционное решение. Следует особо подчеркнуть, что ценные бумаги и финансовые инструменты, деноминированные в иностранной валюте, ADR и прочие инвестиции, упоминаемые в данном материале, зависят от валютных курсов, колебания которых могут негативно отразиться на стоимости инвестиции. Стоимость инвестиций может как увеличиваться, так и уменьшаться, поэтому инвесторам не может быть гарантирован возврат инвестированных средств в полном объеме. Цены и доступность ценных бумаг, финансовых инструментов и инвестиций также могут изменяться без уведомления. Мнения, изложенные в настоящем материале, в точности отражают личные взгляды его авторов в отношении соответствующих инвестиций, ценных бумаг, финансовых инструментов и эмитентов, но необязательно отражают позицию какого-либо из членов Группы ВТБ. Никакая часть вознаграждения, получаемого авторами данного аналитического материала, не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями и точками зрения, изложенными в настоящем аналитическом материале. Принятие данного аналитического материала подразумевает согласие с вышеуказанными ограничениями. Настоящий материал не предназначен для использования частными инвесторами.

В **России** публикация настоящего аналитического материала ВТБ Капитал утверждается и/или осуществляется АО ВТБ Капитал, являющимся профессиональным участником рынка ценных бумаг, деятельность которого регулируется Банком России.

Настоящий материал распространяется в **Европейской экономической зоне (ЕЭЗ)** банком VTB Bank (Europe) SE, зарегистрированным в реестре юридических лиц Франкфурта-на-Майне под номером HRB 12169 и осуществляющим деятельность по совершению банковских операций и предоставлению финансовых услуг на основании лицензий, выданных Федеральным управлением финансового надзора Германии (Траурайндорфер штрассе 108, 53117 Бонн; Мари Кюри штрассе 24-28, 60439 Франкфурт-на-Майне) и Европейским центральным банком (Зоннеманнштрассе 20, 60314 Франкфурт-на-Майне). Настоящий материал предназначен вниманию лиц, которые в соответствии с Директивой Европейского парламента Directive 2014/65/EU классифицируются как приемлемые контрагенты (eligible counterparties) или профессиональные клиенты (professional clients).

В **Великобритании** публикация настоящего материала утверждается и/или осуществляется компанией VTB Capital plc London, являющейся участником Лондонской фондовой биржи. Публикация материала осуществляется в соответствии с положениями Управления по контролю за соблюдением норм поведения на финансовых рынках (Financial Conduct Authority, FCA) и Управления пруденциального надзора (Prudential Regulation Authority, PRA) с санкции последнего. Настоящий материал предназначен вниманию лиц, которые в рамках Правил ведения бизнеса (Conduct of Business rules) классифицируются FCA как приемлемые контрагенты (eligible counterparties) или профессиональные клиенты (professional clients).

Настоящий аналитический материал предназначен для распространения VTB Capital plc в **Сингапуре** исключительно среди аккредитованных инвесторов (accredited investors), профессиональных инвесторов (expert investors) и институциональных инвесторов (institutional investors) (в определении применимых законов и норм Сингапура) и не предназначен для прямого или непрямого распространения среди иных лиц. По всем вопросам, связанным с настоящим материалом, получателям последнего в Сингапуре следует обращаться в сингапурский офис VTB Capital plc. Деятельность сингапурского отделения VTB Capital plc регулируется Центральным банком Сингапура (Monetary Authority of Singapore).

Данный аналитический материал распространяется в **Гонконге** VTB Capital Hong Kong Limited, лицензированной корпорацией (рег. №: AXF967), Комиссией по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга (Hong Kong Securities and Futures Commission) только среди профессиональных инвесторов (professional investors) в соответствии с определением в Постановлении и нормативных актах Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга.

Важная информация о потенциальном конфликте интересов, а также история присвоения рейтингов по акциям в отношении компаний, являющихся предметом настоящего аналитического материала, доступна по ссылке: <http://research.vtbcapital.com/ServicePages/Dislosures.aspx>; также вы можете получить ее, обратившись к вашему контактному лицу в Аналитическом департаменте ВТБ Капитал.

© 2021 ВТБ Капитал. Все права защищены. Пожалуйста, указывайте ссылку на источник при цитировании.