

14 января 2021

Периодическое издание

## Ежедневный макроэкономический обзор

### Еще больше бюджетной поддержки

Сегодня состоится выступление избранного президента США Джо Байдена, в котором он, как ожидается, анонсирует свои планы в области бюджетной политики. Согласно последней информации, общий размер обсуждаемого пакета мер фискальной поддержки экономики, детальная структура которого пока не раскрывается, может составить порядка 2 трлн долл. Мониторинг выделения из бюджета средств на поддержку экономики осуществляет независимый Комитет по ответственному федеральному бюджету (CRFB). Как следует из отчета Минфина, опубликованного 7 января, около 79% от общей суммы поддержки, которая оценивается в 164 млрд долл., распределено в рамках второй разовой выплаты населению, предусмотренной мерами по преодолению последствий пандемии коронавируса (перечень этих мер был прописан в утвержденном Конгрессом законе [Response and Relief Act](#), пятом по счету документе о борьбе с пандемией).

По оценкам CRFB, общий размер этого пакета мер составил 935 млрд долл. Его реализация должна была добавить к ВВП США порядка 625 млрд долл. (соответствует 3% прогнозного ВВП за 2021 г.), полностью устранив разрыв выпуска в экономике страны в этом году. Документ предусматривал выплату до 600 долл. на каждого взрослого и каждого находящегося на иждивении ребенка. В случае взрослого населения это составляет половину от 1200 долл. на человека, которые были выплачены в рамках пакета мер [CARES](#) (общим объемом 2,2 трлн долл.), но выплаты на детей тогда были меньше на 100 долл.

Суммарный объем фискальной поддержки, предусмотренной всеми утвержденными на сегодняшний день законодательными актами, CRFB оценивает в 3,4 трлн долл. В том числе около 960 млрд долл. было направлено на поддержку малого бизнеса в форме грантов и кредитов, 585 млрд долл. – на выплату продленных пособий по безработице, 460 млрд долл. – на выплату возвратов по налогам, 420 млрд долл. – на финансирование здравоохранения и 340 млрд долл. – на различные виды другой поддержки, оказываемой на уровне штатов и местных органов власти.

**Нил Маккиннон**, экономист  
+44 20 3334 8865 // [neil.mackinnon@vtbcapital.com](mailto:neil.mackinnon@vtbcapital.com)

*Настоящий материал является переводом обзора [Global Macro Jottings – More fiscal](#) от 14.01.2021.*

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 14.01.2021 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.

Общая сумма предусмотренных законодательством средств на поддержку экономики уже превышает расходы на преодоление последствий Великой рецессии. В результате этой поддержки доходы населения США в текущем квартале, как ожидается, поднимутся до рекордных уровней за всю историю страны. Понятно, что увеличение бюджетных расходов ведет и к росту заимствований. В результате может вырасти и дефицит федерального бюджета США, который в прошлом финансовом году составил 3,1 трлн долл.

Бюджетное управление Конгресса (СВО) в своем [ежемесячном отчете](#) от 11 января отметило, что около 40% прироста федеральных расходов в первом квартале финансового года (октябрь–декабрь) пришлось на выплаты пособий по безработице, которые достигли 80 млрд долл. против 7 млрд долл. за аналогичный период предыдущего финансового года. Это связано как с увеличением регулярных выплат, так и с финансированием дополнительных пособий согласно принятому закону о государственной поддержке домохозяйств и бизнеса (CARES Act).

В преддверии очередного раунда фискального стимулирования доходность 10-летних казначейских облигаций США превысила 1,00%, а наклон кривой увеличился. Долгосрочные индикаторы инфляционных ожиданий поднялись параллельно с ценами на нефть, которые, по прогнозу Goldman Sachs, летом достигнут 65 долл./барр. Помимо этого, аналитики Goldman Sachs полагают, что реальный рост ВВП США в годовом исчислении в текущем квартале составит 5,0%. Учитывая чрезвычайно высокие оценки и оптимизм инвесторов на рынке акций США, ожидание 10%-го роста по индексу S&P 500 в текущем году может не реализоваться в случае резкого повышения доходности 10-летних казначейских облигаций. Оценки «критической точки» на кривой, которая начнет оказывать давление на акции, расходятся, но мы можем обоснованно предположить уровень около 1,5%. Ввиду рекордно высоких котировок американских акций и прогнозов ускорения роста экономики неизбежно возникает вопрос о том, как долго Федрезерв будет сохранять стимулирующую монетарную политику. В последнее время несколько представителей ФРС намекнули на то, что некоторое сокращение баланса регулятора все же может потребоваться. Рынкам акций это явно придется не по вкусу, учитывая, что предыдущие попытки регулятора сократить размер покупок облигаций (в данный момент составляет 120 млрд долл., из которых 80 млрд долл. приходится на UST), как правило, вызывали резкую коррекцию. Если процентные ставки или доходности UST начнут расти, выплаты по федеральному долгу тоже повысятся. В 2020 фискальном году чистые расходы правительства на выплату процентов составили 345 млрд долл., что эквивалентно 1,6% ВВП или 5,3% от общего объема расходов. Для сравнения: бюджет ВМС и Корпуса морской пехоты США на 2021 г. составляет чуть больше 200 млрд долл. Очевидно, что повышение доходностей казначейских облигаций США приведет к росту стоимости обслуживания долга и может заставить Федрезерв задуматься о введении контроля кривой доходности.

Несмотря на появившиеся разговоры о возможном сокращении баланса ФРС, член совета управляющих ФРС [Лаэл Брейнард](#) и вице-председатель ФРС [Ричард Кларид](#) в своих последних выступлениях ясно дали понять, что в обозримом будущем этого не произойдет. Брейнард обратила особое внимание на важность достижения полной занятости, особенно в текущих условиях, которые она описывает как K-образное восстановление. В опубликованной вчера [Бежевой книге](#) ФРС говорится о том, что экономическая активность в стране немного выросла, тогда как продажи автомобилей снизились, объем банковского кредитования остался на прежнем уровне, а темпы роста занятости были невысокими. Инфляция также оказалась низкой, хотя ФРБ нескольких округов отметили улучшение способности продавцов повышать цены для конечных потребителей.

По словам Брейнарда, обновленная политика ФРС нацелена на то, чтобы минимизировать разрыв между фактической и максимальной занятостью, тогда как ранее Федрезерв в своих действиях отталкивался от оценки фактического

уровня занятости как «слишком высокого» или «слишком низкого». Правда, регулятор не дает никаких числовых значений своей оценки нормального долгосрочного уровня занятости, которые могли бы объяснить, что конкретно понимается под «максимальной занятостью». Он лишь определяет ее как «многофакторную цель, в отношении которой релевантным является широкий спектр индикаторов». Согласно последним данным, численность экономически активного населения в гражданских отраслях американской экономики сейчас примерно на 4 млн чел. ниже, чем в марте 2020 г., а количество рабочих мест не дотягивает до мартовских уровней приблизительно 10 млн, и, по оценке Брейнарда, фактическая безработица в США сейчас составляет 10%, что близко к пиковым значениям после глобального финансового кризиса 2007–2008 гг.

Что касается динамики цен, обновленная политика ФРС направлена на решение проблемы продолжающегося замедления инфляции и снижения равновесной реальной процентной ставки (которая в данный момент, по оценкам Клариды, составляет уже всего 0,5%). Федрезерв ставит своей целью достижение и удержание инфляции в течение «некоторого времени» выше 2%, что должно компенсировать низкий уровень инфляции, сохранявшийся на протяжении многих лет. Однако и в этом случае регулятор не поясняет, что он имеет в виду под словосочетанием «некоторое время» – как ничего не говорит он и о том, какой уровень инфляции будет считаться для него неприемлемым. Как отмечает Брейнард, индекс базовой инфляции PCE сейчас составляет 1,4%. Кларида, в свою очередь, заявил, что уделяет большое внимание рассчитываемому Федрезервом индексу общих инфляционных ожиданий ([Index of Common Inflation Expectations – CIE](#)), используя его в качестве индикатора близости инфляции к таргетируемому ФРС уровню. Кларида считает, что, после того как цели по инфляции и занятости будут достигнуты, Федрезерв должен перейти к принятию решений по денежно-кредитной политике на основе правила Тейлора с использованием коэффициентов, предполагающих долгосрочное значение нейтральной ставки по федеральным фондам на уровне 2,5%.

Таким образом, руководство ФРС явно не торопится сворачивать поддержку американской экономики. Главная проблема такого подхода заключается в том, что, продолжая проводить стимулирующую политику, Федрезерв тем самым продолжает подогревать рыночную эйфорию, что способствует дальнейшему наращиванию долговой нагрузки и в конечном итоге может спровоцировать глубокую коррекцию, подорвав начинающееся восстановление экономики.

## 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 рейтингов по компаниям, с которыми ВТБ Капитал находится в деловых отношениях		
Лучше рынка	6	55%	Лучше рынка	3	75%
Нейтрально	4	36%	Нейтрально	1	25%
Хуже рынка	1	9%	Хуже рынка	0	0%
Покупать	0	0%	Покупать	0	0%
Продавать	0	0%	Продавать	0	0%
Пересмотр рекомендации	0	0%	Пересмотр рекомендации	0	0%
	<b>11</b>			<b>4</b>	

Источник: ВТБ Капитал по состоянию на 31 декабря 2020 г.

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

<b>Москва</b>	<b>Лондон</b>
Тел.: +7 495 660 4253 <a href="mailto:research@vtbcapital.com">research@vtbcapital.com</a>	Тел.: +44 (0) 20 3334 8557 <a href="mailto:research@vtbcapital.com">research@vtbcapital.com</a>

## 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 <a href="http://www.vtbcapital.com">www.vtbcapital.com</a>	14 Cornhill London EC3V 3ND Тел.: +44 (0) 20 3334 8000 Факс: +44 (0) 20 3334 8900 <a href="http://www.vtbcapital.com">www.vtbcapital.com</a>	9 Battery Road #27-01 Straits Trading Building Singapore 049910 Тел.: +65 6220 9422 Факс: +65 6225 0140 <a href="http://www.vtbcapital.com">www.vtbcapital.com</a>
<b>VTB Capital Hong Kong Limited</b>		
Unit 2301, 23/F Cheung Kong Center 2 Queen's Road Central Hong Kong Тел.: +852 3195 3688 Факс: +852 3195 3699 <a href="http://www.vtbcapital.com">www.vtbcapital.com</a>		

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 для внимания 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 обнародование 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, российские рынки, 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 для внимания 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 для внимания 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.