

Skyfort Outlook 2024

Управление частным капиталом
в условиях глобальной
трансформации

Обзор индустрии управления благосостоянием на 2024 год



Илья Опренко

Сооснователь,
генеральный директор Skyfort

Дорогие друзья

Уже четвертый год мы наблюдаем, как мир вокруг нас меняется и становится все менее узнаваемым. Череда пандемийных волн, геополитических конфликтов вкупе с экологическими и социальными проблемами нарушают привычный жизненный уклад инвесторов, в каких бы точках земного шара они ни находились. К сожалению, нет причин сомневаться в том, что эти факторы останутся актуальными как минимум до конца десятилетия. В новых, не слишком комфортных реалиях мы взяли на себя смелость выступить своего рода маяком в мире информационного шума, геополитических катаклизмов и все более фрагментированного экономического полотна.

В этом отчете мы объединили лучшие практики крупнейших мировых инвестдомов, взгляд ведущих консалтинговых компаний и нашу собственную экспертизу в wealth management. Именно поэтому мы не ограничиваемся представлением ключевых макроэкономических показателей, а рассказываем, как именно и в какой мере каждый из них способен коснуться капи-

тала конкретного инвестора. Рассуждая об этом, мы выделяем wealth management, investment banking и технологии как три главные линии, о которых стоит говорить предметно и обстоятельно.

Отчасти такой выбор направлений обусловлен опытом. Когда мы только задумывались о создании Skyfort, практически каждый в нашей сегодняшней команде был высоко востребован в инвестиционно-банковском, брокерском, консалтинговом, венчурном и других сферах бизнеса. Мы видели, как в самом начале эпохи перемен консалтинг, брокеридж или инвестиционный банкинг по-отдельности представляли удовлетворять потребностям состоятельных клиентов: мир неумолимо двигался в сторону универсальных и одновременно все более сложных задач и стремительной диджитализации. Справиться с новыми вызовами в рамках одной бизнес-парадигмы было невозможно, и тогда родилась идея: объединить инфраструктуру и методы старых швейцарских банковских домов, передовых диджитал компетенций нео-банков и огромного опыта ведущих консалтинговых компаний. Такое совмещение сработало - и позволило нам дать более комплексные и точные ответы на самые сложные вопросы взыскательных клиентов. В каком-то смысле нашим главным ответом становится сам Skyfort – экосистема для управления капиталом и инвестирования по всему миру в удобном формате.

Мы надеемся, что это чтение даст вам пищу для плодотворных размышлений и принесет ощутимую пользу, какую бы инвестиционную или бизнес-задачу вы ни решали в 2024 году. Готовя отчет, мы подобрали ключи ко множеству интереснейших вопросов. Присоединяйтесь к полному возможностям миру управления благосостоянием – и до встречи в Skyfort!

Искренне ваш, Илья Опренко



Мы объединяем опыт старых швейцарских банковских домов, ведущих консалтинговых компаний и технологии на базе глобальной финансовой инфраструктуры.

Авторы



**Илья
Опренко**

Сооснователь,
генеральный
директор



**Павел
Бережной, CFA**

Управляющий
директор



**Максим
Вежевич**

Инвестиционный
директор



**Анастасия
Воропаева**

Старший
инвестиционный
советник



**Андрей
Опарин, CFA**

Инвестиционный
стратег



**Кирилл
Шмидт**

Независимый
управляющий,
инвестор



**Евгений
Коновалов**

Старший юрист
коллегии адвокатов
«Делькредере»



**Евгений
Арабкин**

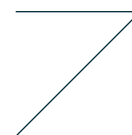
Главный редактор
Wealth Navigator



**Дина
Силкина**

Главный
редактор

Содержание



Основные тренды wealth management	06	Макроэкономический обзор	31
Переход к Wealth Management 3.0	10	США	35
Спрос на новые продукты	12	Россия	41
Демократизация доступа	16	Китай	45
Эра независимых	18	Европа	46
Современные вызовы для управляющих. <i>Павел Бережной</i>	20	Товарно-сырьевые рынки	48
		Остальной мир	50
		Альтернативные инвестиции	52
Глобальный контекст	22	Токенизация поедает мир. <i>Кирилл Шмидт</i>	59
Разблокировка активов. <i>Евгений Коновалов</i>	26		
Рейтинг Skyfort-2024: лучшие города мира для HNWI	28	Модельные портфели	62
Российские активы в ОАЭ. <i>Анастасия Воропаева</i>	30		

Основные тренды wealth management

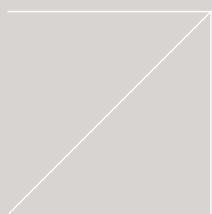


Разговор о трендах, которые мы хотим выделить, касается не только ближайшего будущего, но и сегодняшней ситуации. Со стороны владельцев капитала – по крайней мере, тех, кто прошел этап первичного накопления еще в 1990-е – нет ничего важнее продолжающегося трансфера состояний и связанных с ним практических вопросов наследования, преемственности, сохранения семейного бизнеса или перевода активов в форму, подходящую для передачи следующему поколению. Со стороны профессионалов wealth management эта задача выглядит не просто как абсорбция новых клиентов или выполнение воли патриархов, но как работа со сложным множеством, подразумевающая учет и взаимосогласование целей всех членов семьи. В обиходной речи семья предстает как единое целое, но в реальности устремления живущих вместе людей часто бывают разнонаправленными. Для того, чтобы объединить и примирить их, зачастую нужны не столько структуры и документы, сколько сотни часов совместных бесед. И это тоже дело wealth management. Вопреки ассоциациям первого ряда эта индустрия претендует на решение куда большего числа проблем, чем финансовые вопросы и совершение сделок. Де-факто психологи стали такой же частью wealth management, как и юристы.

На фоне клиентских — то есть сугубо человеческих — историй и вопросов в private banking & wealth management произойдут два важных сдвига: технологический и операционный.

Первый связан с цифровизацией и облегчением доступа к продуктам и услугам, второй – с появлением большого числа новых независимых игроков, которым сегодня выпадает уникальный шанс. Теперь, в отличие от предыдущих десятилетий, они смогут рассчитывать не только на собственную экспертизу, но и на принципиально новую технологическую инфраструктуру, которая во многих отношениях уравнивает их как с крупными банками, так и с управляющими компаниями. Большой выигрыш в новой конкурентной ситуации получит клиент. Безусловно, все эти тенденции продолжат разворачиваться и влиять на поведение людей и бизнес-модели гораздо дольше, чем один календарный год. Но понять их значение важно как можно раньше.

Wealth management vs Asset management



Для начала зададим координаты того, что именно мы исследуем и где ищем тренды. Wealth management – управление частным капиталом состоятельных людей и их семей. Это широкий спектр услуг, который включает в себя финансовое планирование, управление инвестициями, защиту и структурирование капитала, налоговую оптимизацию, планирование наследства и многое другое. Решение этих вопросов требует высокую степень доверия от клиента и более персонализированный подход со стороны управляющего благосостоянием (wealth manager). Цель управляющего активами (asset manager) – реализовать стратегию инвестирования на определенном рынке, используя заданные инструменты. Задача многих профессиональных управляющих активами формулируется вполне конкретно: «побить рынок» – то есть получить дополнительную доходность в сравнении с покупкой бенчмарка (индекса) с поправкой на риск.

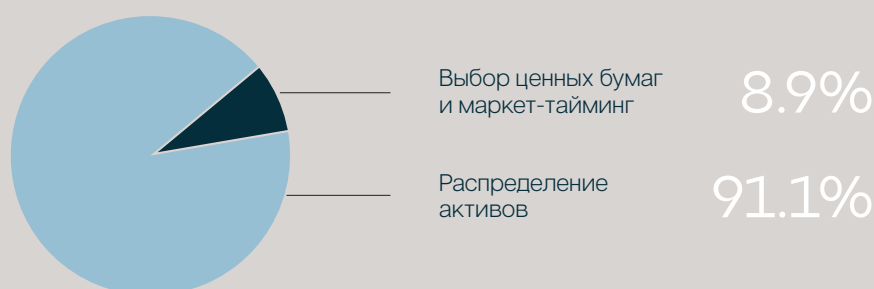
Wealth management — история про клиента и его финансовые потребности, asset management — про рынок и стремление его превзойти.

В вопросах инвестирования wealth manager в первую очередь сосредоточен на стратегии распределения активов (asset allocation), так как от нее зависит 91% успеха в инвестициях. То есть распределение долей между акциями, облигациями и альтернативными инвестициями в большей степени влияет на результат, чем выбор конкретных ценных бумаг (security selection) или времени для их покупки (market timing). Этот тезис подтверждают многочисленные исследования за более чем 30-летний период.

РИСУНОК 1

Инвестиционные результаты в значительной степени определяются долгосрочным сочетанием активов в портфеле.

Доля факторов, влияющих на эффективность управления портфелем



ИСТОЧНИКИ:

Расчеты Vanguard с использованием данных Morningstar, Inc.

ПРИМЕЧАНИЕ:

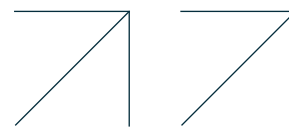
Расчеты основаны на ежемесячных доходах для 709 американских фондов с января 1990 года по сентябрь 2015 года. Подробнее о методологии см. в исследовательском документе Vanguard The Global Case for Strategic Asset Allocation and an Examination of Home Bias (Scott et al., 2016).

Стратегия распределения активов – верхний уровень принятия инвестиционных решений. Далее при декомпозиции портфеля wealth manager может добавить в портфель хедж-фонды или фонды VC & PE в рамках аллокации на альтернативные инвестиции. Управлением такими фондами занимаются asset managers, будучи специалистами в конкретных областях и рынках.

В вопросах инвестирования wealth manager отвечает за стратегию управления капиталом, а asset manager — за реализацию тактических идей.

Понимание этих отличий позволяет правильно формулировать цели и задачи, которые ставятся перед управляющим. Это влияет на выбор решений и инструментов, а также на критерии и оценки эффективности сотрудничества клиента и управляющего.

Тренд 1



Переход к Wealth Management 3.0

Диджитализация, начавшаяся в конце XX века с появлением цифровых устройств, оказала значительное влияние на эволюцию индустрии управления благосостоянием. За это время мы увидели переход от традиционного бумажного Wealth Management 1.0 к версии 2.0, основанной на цифровых данных и IT. Глобальная оцифровка открыла путь к новому уровню эффективности управления капиталом и взаимодействия с клиентами.

Под экосистемой понимается комплекс элементов, или модулей, обеспечивающий управление капита-

лом по принципу одного окна, когда все услуги доступны в едином месте. В этот комплекс входят модули риск-профилирования, финансового планирования, управления активами; доступ к инвестиционным продуктам и услугам; системы мониторинга, скоринга, аналитики и многое другое. Экосистема – это также среда взаимодействия инвесторов, экспертов, управляющих и финансовых институтов. Обеспечить взаимосвязь возможно с помощью API (интерфейса программирования приложения) в своем банке, брокере или управляющей компании вы генерируете ключ доступа с нужными правами, а затем активируете его в личном кабинете на облачной платформе. В режиме «только для чтения» вы можете безопасно агрегировать информацию в своем личном кабинете, а в режиме «отправка торговых поручений» – управлять портфелем самостоятельно либо доверив этот процесс управляющему. Таким образом, экосистема представляет собой надстройку над вашей финансовой инфраструктурой, позволяя хранить активы в тех местах и оболочках, которым вы доверяете. Момент, когда даже самые консервативные и не технологичные финансовые институты откроют свои «порты» для интеграции – лишь вопрос времени.

Сегодня мы наблюдаем зарождение новой парадигмы Wealth Management 3.0, базирующейся на экосистемном подходе обслуживания и цифровых советах, в т. ч. генерируемых искусственным интеллектом.

РИСУНОК 2

Новые ключевые возможности для предоставления консультаций в WM 3.0



источник:

Анализ Oliver Wyman

Успех экосистем будет зависеть от множества факторов: открытой архитектуры, бесшовного, или омниканального, использования модулей, возможности взаимодействия через платформу, прозрачности, безопасности и т. д.

Высшим пилотажем управления портфелем в Wealth Management 3.0 станут рекомендации, генерируемые цифровыми советниками и искусственным интеллектом. Эффективность таких советов растет, как и их популярность. Так или иначе, роботы внедряются в инвестиционный процесс, заменяя или дополняя профессиональных управляющих.

Тренд 2

Спрос на новые продукты



Глобальная трансформация на фоне технологического сдвига создает спрос на новые продукты. Разумный инвестор стремится к более высокой доходности при меньшем риске. Решить, казалось бы, противоречивую задачу возможно – еще и несколькими способами: а) снизить издержки; б) найти активы с низкой корреляцией. Да, делать это становится все сложнее, но если вдруг слышите «невозможно» – то ждите появления новых стартапов и венчурных капиталов. Далее мы расскажем о трех продуктах, которые делают невозможное возможным.

Робоедвайзинг

Робоедвайзер – это программный алгоритм управления портфелем без вмешательства человека. Задача такого цифрового советника – определить риск-профиль инвестора, цель инвестирования и другие существенные параметры, сформировать подходящий портфель и затем управлять им с помощью ребалансировок.

Допустим, у вас есть три финансовые цели: накопить на образование ребенка, купить недвижимость и увеличить капитал в той его части, на которую у вас еще нет более детальных планов. У этих трех целей могут быть разные параметры, начиная от начальной суммы и заканчивая горизонтом планирования и возможностью регулярного пополнения. По сути, это три порт-

феля с разными тактиками управления. Сможет ли ваш управляющий одинаково хорошо справляться с большим количеством индивидуальных стратегий своих клиентов или же он станет использовать модельные портфели без глубокой персонализации? Если ваш управляющий – робот, обо всем этом можно не переживать. В режиме онлайн робот мониторит портфель, отслеживая сформированный трек на всем горизонте инвестирования, и проводит регулярные ребалансировки, чтобы оставаться на заданном пути.

Важно различать робоедвайзер и алгоритмические, или количественные, стратегии, так как между ними есть существенные отличия в персонализации и подходе к инвестированию. Робоедвайзер использует пассивный метод инвестирования, включая в портфель биржевые индексные фонды. Алгоритмические стратегии – это активный метод управления и стремление обогнать те самые индексы по параметрам доходность/риск с помощью более широкого набора инструментов. Робоедвайзер – персонализированный подход, учитывающий индивидуальные характеристики инвестора. Алгоритмические стратегии учитывают лишь мнение своего автора.

Пассивный метод инвестирования предполагает, что рынок эффективен, то есть цена на актив учитывает всю имеющуюся информацию, что делает процесс

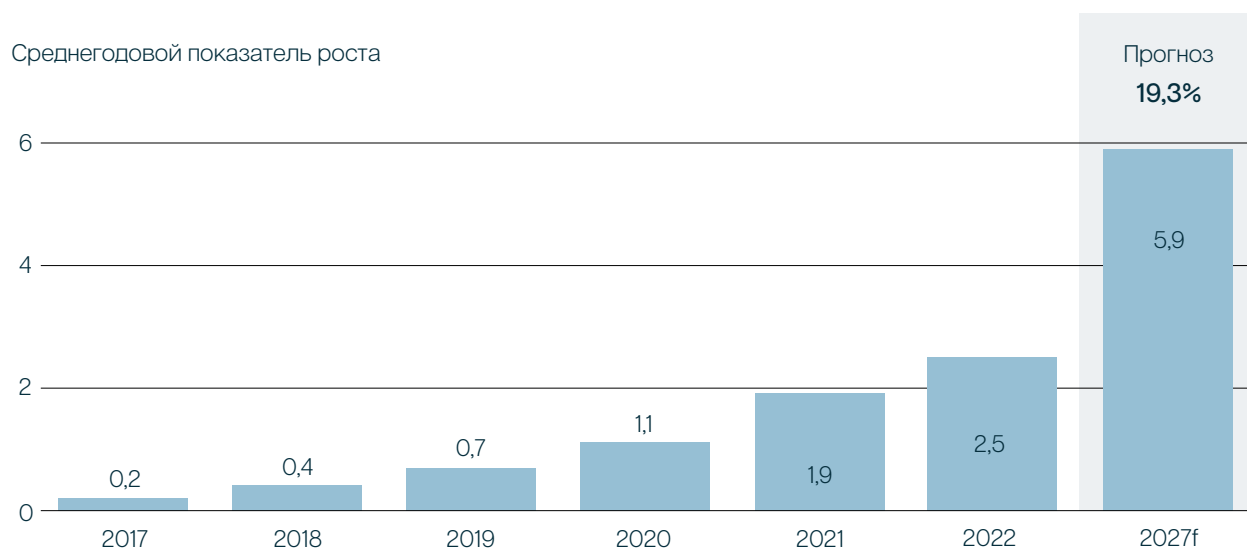
прогнозирования цены малоэффективным. Из этого следует, что ключевым фактором успеха в инвестициях является стратегия распределения активов (asset allocation), а не выбор конкретных ценных бумаг (security selection) или времени для их покупки/продажи (market timing). За гипотезу эффективного рынка (efficient market hypothesis, ЕМН) Юджин Фама получил Нобелевскую премию по экономике в 2013 году. Пассивный метод инвестирования доказал свою эффективность для частного инвестора на длительном горизонте времени, поэтому спрос на робоэдвайзеры растет. По оценкам PricewaterhouseCoopers объем активов под управлением цифровых советников будет расти на 19% в год и

к 2027 году составит \$6 трлн. Робот-консультант обходится инвестору в разы дешевле услуг профессионального управляющего, что улучшает характеристики портфеля и в конечном итоге имеет сопоставимые или – что чаще – превосходящие результаты.

Останутся ли важными люди? Да. Профессиональные управляющие и консультанты будут развивать новые навыки и экспертизы, а роботов «нанимать» на роли вторых пилотов, которые возьмут на себя операционные вопросы, позволят масштабировать бизнес, снизят фактор человеческих ошибок и повысят эффективность принимаемых решений, связанных с обработкой информации, растущей в геометрической прогрессии.

РИСУНОК 3

Робоконсультирование стремительно набирает обороты



источники:

PwC Global AWM & ESG Research Centre, прогнозы PwC на основе исторических данных Statista

Цифровые активы

Это новый класс активов, который появился в прошлом десятилетии и пока еще ищет признание глобальных инвесторов. Цифровые активы – широкое понятие, которое включает в себя криптовалюты, такие как Bitcoin (BTC) и Ethereum (ETH), стейблкоины – например, Tether USD (USDT) и USD Coin (USDC), NFT (non-fungible token), токенизированные активы и т. д. Их можно назвать токенами – цифровыми сущностями, созданными с помощью технологий блокчейна и криптографии. Однако мы с вами становимся свидетелями появления не только нового класса активов, но и новой экономики, а с ней и нового интернета (web3).

Web3 позволяет в значительной степени ускорить и удешевить многие процессы традиционной экономики – во многом из-за отсутствия посредников: теперь вам

не нужен банк, чтобы хранить в нем средства, и брокер для совершения сделок с цифровыми активами. вспомните, сколько времени вы потратили на перевод ценных бумаг из одного депозитария в другой? Скорее всего, неделю на подготовку, плюс минимум три дня на исполнение, а если перевод был международным, он мог занять и месяц-другой. А сколько вы заплатили за эту услугу? В web3 процесс занимает минуты и сопровождается дешевыми комиссиями, измеряемыми однозначным числом.

Сегодня вокруг классификации и регулирования цифровых активов разгораются жаркие дебаты. Однако для нас уже очевидно, что в нынешнем десятилетии блокчейн и цифровые активы – это мегатренд технологий № 2 после искусственного интеллекта. Также очевидно, что потенциал криптоиндустрии привлекает большое количество внимания со стороны инвесторов.

РИСУНОК 4

Web3 — это следующая эволюция интернета, сочетающая в себе лучшие черты предыдущих эпох

Web 1

- открытые децентрализованные протоколы: электронная почта (SMTP), веб (HTTP)
- управляемый сообществом
- ограниченная функциональность
- отсутствие накопления ценности для сети

Web 2

- изолированные централизованные сервисы: Google, Facebook, Twitter
- управляемый корпорацией
- расширенная функциональность
- приносит прибыль крупным технологическим компаниям

Web 3

- децентрализованные сети блокчейн: Bitcoin, Ethereum
- управляемый сообществом
- расширенная функциональность
- ценность начисляется участникам сети

1990

2005

2020



«Web3 — это больше, чем финансовое движение, это эволюция Интернета. Блокчейны — это больше, чем бухгалтерские книги, это компьютеры. Криптовалюта — это не просто новая финансовая система, это новая вычислительная платформа. Долгосрочные возможности в crypto — это следующий крупный вычислительный цикл после ПК в 1980-х, интернета в 1990-х и мобильных вычислений в начале 2000-х.»

Вслед за первопроходцами и венчурными капиталистами следующий шаг делают институциональные инвесторы, получившие отмашку от регулятора. В начале 2024 года комиссия по ценным бумагам и биржам США одобрила спотовый ETF на Bitcoin, который теперь стал доступен массовому инвестору для покупки на брокерский счет, что будет способствовать притоку новых денег в индустрию. Подробнее о том, какие инвестиционные возможности в криптосфере видят эксперты Skyfort, мы расскажем в разделе 3, посвященном нашему House View на основные классы активов.

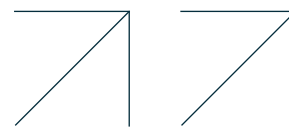
Частные рынки (Private Markets)

Высокие процентные ставки заставляют нас готовиться к замедлению экономического роста и, как следствие, более низким доходностям. По этой причине управляющие и инвесторы устремили свое внимание на частные рынки, предлагающие более высокую доходность. К инструментам частного рынка можно отнести инвести-

ции в венчурный капитал (venture capital, VC) и частные компании (private equity, PE). Несмотря на значительное падение этих рынков на фоне роста процентных ставок, интерес к этому классу активов растет. И дело не только в потенциальной более высокой доходности, сколько в низкой корреляции с широким рынком акций. Как известно, низкая корреляция активов — секретный соус диверсификации. На частном рынке интересными являются не только долевыми, но и долговые инструменты, такие как private credit. Все эти инструменты можно отнести к категории альтернативных инвестиций — они всегда занимали существенную долю в портфеле состоятельных инвесторов, но в ближайшем будущем станут доступны и более широкому кругу.

Тренд 3

Демократизация доступа



Под демократизацией доступа понимается не только снижение минимальной суммы инвестиций за счет упаковки актива в оболочку с возможностью ее дробления, но и открытие доступа к новым классам активов. Рассмотрим три способа демократизации доступа к инвестициям.

Секьюритизация

Процесс выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами. Один из примеров секьюритизации – фонды. Существует обширная типология фондов, учитывающая цели инвестирования, стратегии, базовые активы, регуляторные особенности той или иной страны и другие факторы, но в целом фонд – это форма коллективных инвестиций. Фонд выпускает свои ценные бумаги, или паи, номинал которых может составлять символическую сумму, чтобы пай мог стать доступным для покупки широкому кругу инвесторов. Другой пример секьюритизации – структурные продукты: сложные финансовые инструменты, которые являются оболочкой практически для любых базовых активов и стратегий, а также выпускаются как ценные бумаги. Стоит отметить, что из-за сложности структурных продуктов регуляторы стремятся ограничить их использование неквалифицированными инвесторами.

Синдицирование

Инструмент, для российского частного инвестора относительно новый, но давно знакомый профессиональным финансовым инженерам и юридическим лицам, которые используют компании специального назначения (SPV, special purpose vehicle) для структурирования бизнеса. Частным инвесторам эта оболочка стала известной благодаря венчурным капиталистам, создающим синдикаты (SPV) для коллективного инвестирования в стартапы. Базовым активом синдиката могут быть и иные активы. Сама оболочка представляет собой юридическое лицо, долю в котором вместе с правами на базовый актив приобретает инвестор. Это более простой и дешевый с точки зрения создания инструмент по сравнению с фондом, так как в данном случае не происходит выпуска ценных бумаг. Создатель синдиката (General Partner, GP) наделен ролью управляющего, а участники (Limited Partner, LP) являются пайщиками, если проводить аналогию с фондами. Объединение инвесторов в синдикат дает ряд преимуществ. Во-первых, это доступ к сделкам, в которые частным инвесторам попасть практически невозможно. Во-вторых, прохождение процедур KYB (Know Your Business) и комплаенс при участии в сделках возлагается на SPV и GP (процедуры KYC, или know your customer, и

комплаенс инвестор проходит при входе в синдикат). В-третьих, возможность участия с небольшим чеком, который иногда может составлять несколько тысяч долларов.

Токенизация

Создание цифровых токенов, обеспеченных реальными активами и зарегистрированными на блокчейне. Процесс токенизации похож на глобальную инвентаризацию финансовых активов, занесение их в мировую

бухгалтерскую книгу. Доступ к этой книге есть у всех участников новой финансовой системы и среды взаимодействия (нового интернета) – web3. Токенизировать можно практически все: ценные бумаги, стартапы, недвижимость, предметы искусства, драгоценные металлы и т. д. Токенизация находится на ранней стадии развития: еще предстоит решить проблемы, связанные с удобством и дружелюбностью интерфейсов взаимодействия, ответить на множество регуляторных вопросов, но уже сегодня все большее количество инвесторов вкладываются в токенизированные активы.

РИСУНОК 5

Объем рынка токенизации

Триллионы долларов США



ИСТОЧНИКИ:

SIGMA, Preqin, Savills, Finadium и Valuates

Тренд 3

Эра независимых



В едином реестре инвестиционных советников, который ведет ЦБ РФ, на начало января 2024 года было всего 234 записи. Для большой страны это неправдоподобно короткий список. И, хоть его и нельзя считать исчерпывающим, он позволяет судить о происходящем и – правда, в несколько искаженном виде – отражает мировую ситуацию. В одном перечне здесь сошлись индивидуальные предприниматели, банки-гиганты, брокеры, мультисемейные офисы и управляющие компании. Все они оказывают те или иные инвестиционные услуги, однако у них разная сущность и разные бизнес-модели.

Реестр позволяет категоризировать участников множеством способов, но мы хотим обратить внимание на механизмы извлечения прибыли – на то, что, кому, как и в чьих интересах продают участники рынка. Эта простая операция позволит нам выделить две группы – традиционных игроков, которые преобладают в private banking & wealth management, и независимых управляющих, готовых уже сегодня менять индустрию. Для справки отметим, что на глобальном уровне первые управляют активами на триллионы, а последние – на сотни миллиардов долларов.

Отличия между ними в том, действуют ли они только в интересах клиента или ставят на первое место своих акционеров и организацию как таковую. Независимые управляющие создают модель компенсации, в основе которой лежит плата за успех, и в идеальной ситуации не могут зарабатывать, когда клиент де факто теряет деньги, но продолжает обслуживаться. Жесткая система KPI у традиционных игроков при всех удобствах, которые они способны создать, нередко вынуждает их агрессивно продавать ненужное и дорогое для поддержания необходимого уровня рентабельности.

С точки зрения владельца капитала в описанной диспозиции нет ничего нового: независимые управляющие и крупные банки сосуществуют уже не первое десятилетие. Причем именно «выпускники» банков, достигнув корпоративного потолка и накопив достаточное количество лояльных клиентов, чаще всего уходят в свободное плавание. Но с точки зрения всей индустрии 2020-е могут стать временем перехода к новой парадигме и кратному росту числа независимых управляющих – потому что в этом десятилетии сходятся несколько важных факторов.

Во-первых, технологии позволяют финансовым профессионалам подключиться к ранее недоступной инфраструктуре, вести большую часть работы онлайн, в одиночку или с небольшой командой занимаясь именно управлением, а не поддержкой офиса. В конце концов финтех и бигтех смогут осуществить давнюю мечту о банкинге без банков, а заодно и об инвестициях без больших инвестдомов. Во-вторых, несмотря на все «но», сегодняшняя социально-экономическая ситуация как никогда поощряет опытных сотрудников больших компаний проявлять самостоятельность, предпринимательский дух и иметь международные амбиции. Такое поощрение происходит как на уровне доходов, так и на уровне признания со стороны клиентов и коллег. Корпорация больше не выступает единственно возможным горизонтом будущего. В-третьих, волна перехода состояний к новому поколению, как и возникновение большого количества новых миллионе-

ров, психологически упрощает для обеих сторон внедрение новых форм взаимодействия. Еще 15 лет назад некоторые практики работы с крупными капиталами были не только технически невозможны, но и небезопасны.

Однако ничто из перечисленного не отменяет фундаментальной роли доверия, которую клиент испытывает не только к конкретному профессионалу, но и к институту и стоящим за ним акционерами. Можно считать это чувство рациональным или назвать его инерцией восприятия, но в любом случае независимым управляющим как классу еще предстоит многократно доказывать свою способность сохранять, преумножать и обеспечивать безопасность. Повторяющиеся истории успеха первопроходцев, ярких людей-брендов, уже обладающих кредитом доверия, могут помочь справиться с этой задачей гораздо быстрее.

Современные вызовы для управляющих



Павел Березной

20+ лет опыта в планировании и управлении благосостоянием клиентов в ведущих финансовых организациях РФ и США (Nuveen, Тройка-Диалог, ING, Ренессанс Капитал)

Индустрия управления благосостоянием претерпевает в последние несколько лет колоссальные изменения. Итоги этого процесса потребуют от всех игроков, привыкших к существованию в статичном режиме либо неотложной адаптации, либо обращения за неотложной помощью. Среди болевых точек индустрии: сокращение маржи из-за более высокой конкуренции, робоконсалтинг, появление нишевых игроков, сфокусированных на принципиально новых продуктах, наподобие криптомайнинга и DeFi, ритейлизация финансовых услуг и меняющиеся предпочтения инвесторов. Все эти тренды уже коснулись или в скором времени коснутся и независимых бутиков, и лидеров индустрии, управляющих миллиардами долларов клиентских активов. Попробуем описать вызовы, которые требуют самого срочного ответа.

Консолидация индустрии

Резкий рост инфляции в результате сбоев в цепочках поставок, вызванных пандемией 2020 года, привел к повышению ключевой ставки глобальными центробанками, что, в свою очередь, привело к росту доходности банковских депозитов. Инвестиционные продукты в такой ситуации автоматически стали менее конкурентными, снизив маржинальность бизнеса управляющих. Если не отреагировать на этот симптом быстро и правильно, ситуация может стать опасной.

Позволить себе это смогут, скорее, самые умные, а не самые богатые. Для удержания клиентов в сложных условиях необходим высокий уровень экспертизы, которым обладают немногие компании. Особенно мало таких среди тех, кто начинал бизнес в эпоху нулевых ставок и дешевых денег. Теперь к общей смене обстановки добавляются инфляция и рост стоимости капитала по всему спектру финансовых инструментов. Старые решения уже не сработают, а новые нужно создавать и оперативно выводить на рынок, ставший куда более тесным. По оценкам PwC, к 2027 году более 16% всех компаний, работающих в сфере управления капиталом, будут поглощены или прекратят существование.

Комплаенс превыше всего

С ростом активов в индустрии неизбежно растет и число нормативных и регуляторных правил и ограничений. Их соблюдение – жизненная необходимость и тяжелая работа. Компания теперь нужно не только тщательно профилировать клиентов,

но и подтверждать происхождение их средств, история которых обязана быть прозрачной. А сам владелец капитала должен получить исчерпывающую информацию о предлагаемых ему продуктах и услугах с раскрытием всех комиссий и иных выплат. Дополнительную сложность представляет мультиюрисдикционность бизнеса. Любая компания, работающая с фондами, структурными продуктами и другими стратегиями в виде ценных бумаг, должна соблюдать требования регулятора в каждой стране, где у нее есть клиентская база. Строгость к управляющим может проявить не только чиновник, но и хайнет. С каждым годом высокосоостоятельная публика все более склонна требовать документы, устанавливающие правила и методики ее взаимоотношений с компанией.

Справиться с этой группой вызовов смогут только те, кто перейдет в цифровое пространство и научится гибко подстраивать продукты и стратегии к меняющимся требованиям.

Ритейлизация и диджитализация

Обострившаяся конкуренция делает особенно важным умение обслуживать целевую аудиторию со средним чеком. Если раньше для того, чтобы построить диверсифицированный портфель с добавлением глобальных альтернативных инвестиций нужны были счета на миллионы долларов, то сейчас, с наличием множества торгуемых на бирже альтернатив хедж-фондам, цена вопроса снизилась, а количество заинтересованных клиентов экспоненциально выросло.

Это создает совершенно новый кластер проблем. Многие управляющие просто не имеют релевантного опыта и должны будут его «купить» или в самые сжатые сроки перенастроить работу своих продуктовых фабрик и sales-операций. Альтернатива – уступить место более проворным конкурентам.

Вопрос здесь опять состоит в технологической готовности и глубоком понимании происходящих процессов. Нужно не просто давать небольшим инвесторам возможность приобретать институциональные продукты, а демонстрировать им весь диапазон решений, консультируя и точно выбирая биржевые фонды или инструменты-кондуиты под задачи каждого конкретного человека. Такая постановка индивидуальных заказов на поток возможна только внутри хорошо продуманной цифровой платформы.

Она же упростит выход на новые рынки и взаимодействие с агентами, чья значимость растет каждый день. На нее можно положиться и в работе с клиентами, желающими получать все финансовые услуги онлайн. Но еще раз отмечу, что за пультом управления этого почти космического по своей сложности корабля должны быть очень сильные и очень современные профессионалы. Сочетание этих двух факторов отделяет завтрашних победителей от аутсайдеров.

Глобальный контекст

Геополитика — самая обсуждаемая тема на встречах инвесторов и управляющих. Мировой порядок меняется на наших глазах и учитывать это, как выясняется, важнее, чем знать текущее положение дел на конкретных рынках. Выражение «мир больше не будет прежним» снова приобретает актуальность.

Поверить в это может быть проще или сложнее в зависимости от возраста и накопленных исторических впечатлений. Но полностью осознать масштаб изменений будет трудно абсолютно всем, поскольку обычно так много фундаментальных сдвигов в течение одной человеческой жизни не происходит. Хотя, если посмотреть на промежутки большей длительности, за последние 500 лет мир пережил крах нескольких империй: Испанской, Голландской и Британской (советский проект с его трансформацией не вписывается в этот ряд). Возможно, сейчас наступает переломный момент и для Американской империи.

Взглянув на эти процессы через призму экономики, можно увидеть в них много общего. Правительства ведущих держав начинают тратить значительно больше собираемых налогов, что приводит к увеличению внешнего долга, ухудшению экономической ситуации, еще большим заимствованиям и эмиссии

денег, которые в конечном счете обесцениваются. Империя в итоге слабеет, а на ее место претендует набирающий силу конкурент. Но ни одна держава не сдастся без боя — поэтому подобные изменения сопровождаются военными конфликтами, нарастающими противоречиями между носителями разных представлений о справедливости, разных ценностей и типов сознания, что приводит к революциям и смене порядка. Как писал Никколо Макиавелли: «Войны нельзя избежать, ее можно лишь отсрочить — к выгоде вашего противника». И речь здесь не только о США и Китае.

История повторяется, но каждый ее акт занимает годы и десятилетия. Сегодня мы наблюдаем эскалацию международных конфликтов практически по всем направлениям. Метаморфозы геополитического и макроэкономического ландшафта несут высокую степень неопределенности. Подготовиться к разным вариантам будущего можно, если сфокусироваться на драйверах гипотетических перемен и правильно оценить их вероятность. Чтобы помочь в этой работе людям, принимающим решения, The Economist выделил наиболее опасные сценарии геополитического и макроэкономического развития событий в 2024 году.

THE ECONOMIST:

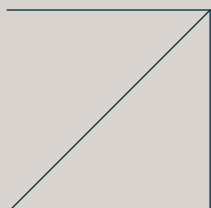
10 сценариев критических рисков, с которыми сталкивается мировая экономика

№	СЦЕНАРИЙ	ВЕРОЯТНОСТЬ	ВОЗДЕЙСТВИЕ
1	Ужесточение денежно-кредитной политики продлевается до 2024 года, что приведет к глобальной рецессии и финансовой нестабильности	умеренная	высокое
2	Гонка субсидий на «зеленые» технологии превращается в глобальную торговую войну	умеренная	высокое
3	Экстремальные погодные явления, вызванные изменением климата, нарушают глобальные цепочки поставок	высокая	умеренное
4	Забастовки распространяются, подрывая глобальную производительность	высокая	умеренное
5	Китай пытается аннексировать Тайвань, вызывая внезапный глобальный разрыв	низкая	очень сильное
6	Смена администрации США приводит к резким изменениям во внешней политике, создавая напряженность в альянсах	умеренная	умеренное
7	Провалы политики стимулирования в Китае приводят к усилению государственного контроля и снижению перспектив роста	низкая	высокое
8	Война между Израилем и ХАМАС перерастает в региональный конфликт	очень низкая	высокое
9	Искусственный интеллект срывает выборы и подрывает доверие к политическим институтам	умеренная	низкое
10	Война между Украиной и Россией перерастает в глобальный конфликт	очень низкая	очень сильное

Экономическое подавление соперника — один из методов борьбы за мировое господство. Еще в прошлом десятилетии мы наблюдали торговые войны между США и Китаем, которые начали фрагментацию мировых рынков и дезинтеграцию глобальной экономики. Санкций становилось все больше, а протекционизм превратился для многих государств в *idée fixe*.

Апогеем такой политики стала блокировка активов Банка России на сумму около \$300 млрд в феврале 2022 года. Это событие явилось тревожным сигналом для всех держателей американского доллара и долга и значительно подорвало доверие к главной резервной валюте. К сожалению, блокировке подверглись не только российские золотовалютные резервы, но и активы частных инвесторов. Болезненные последствия этого решения предстоит разбирать еще долгое время.

Разблокировка активов



**Евгений
Коновалов**

Старший юрист
коллегии адвокатов
«Делькредере»

Пожалуй, самый актуальный для российских инвесторов кейс, связанный с блокировкой активов, это кейс НРД/Евроклир (бельгийский депозитарий). Насколько мне известно, по рынку получено не так много лицензий от Казначейства Бельгии. При этом бельгийский регулятор все же выдает лицензии даже для сложных случаев, что вселяет определенный оптимизм. Так, мы одними из первых получили лицензии для частного инвестора без ВНЖ, для управляющей компании (в интересах 250 клиентов), для российского банка и его топ-менеджера.

По практике мы видим, что если выполнить все условия, предъявляемые Казначейством Бельгии, то шансы получить лицензию и разморозить активы есть. Что это за условия? Во-первых, нужно убедиться, что перевод/продажа активов осуществляется в пределах ЕС либо Швейцарии (например когда покупатель – европейское лицо). Во-вторых, предоставлена отчетность (a priori reporting and commitment letter) европейского оператора (гаранта). В-третьих, важно доказать прекращение отношений с НРД. В случае, если заявление подавалось частным инвестором или от его лица, важно детально раскрыть особенности учета и хранения ценных бумаг в России, показать, что частное лицо не вступало в прямые отношения с НРД.

Соблюдение указанных условий при подаче коллективных заявлений со стороны профучастников российского рынка стало большим вызовом, с которым объективно было сложно справиться. Мне известны случаи отказа по коллективным заявлениям, что подтверждает гипотезу о том, что розничным инвесторам имеет смысл двигаться самостоятельно, подавая индивидуальные заявления.

Для инвесторов, у которых заблокированы активы в Clearstream, новости пока неутешительные. Минфин Люксембурга в отношении активов, структурированных через НРД, издал генеральную лицензию, которая пока не заработала в полную силу. При этом индивидуальные лицензии также не выдают.

Относительно будущего развития ситуации – я думаю, мы увидим не только больше лицензий от Казначейства Бельгии, но и больше исполненных лицензий. Кроме того, в полную силу должен заработать обмен активами, установленный указом Президента № 844 от 8 ноября 2023 года.

Деглобализация и мировая фрагментация привели нас сегодня к формированию нового африканского макрорегиона, расширению состава БРИКС, усилению позиций Центральной Азии на мировой арене и другим процессам выделения и пересборки локальных центров силы. Это означает, что движение мирового капитала меняет «маршрутную сетку». Происходящее обусловлено релокацией хайнетов и растущим значением сопровождающей эти процессы финансовой инфраструктуры.

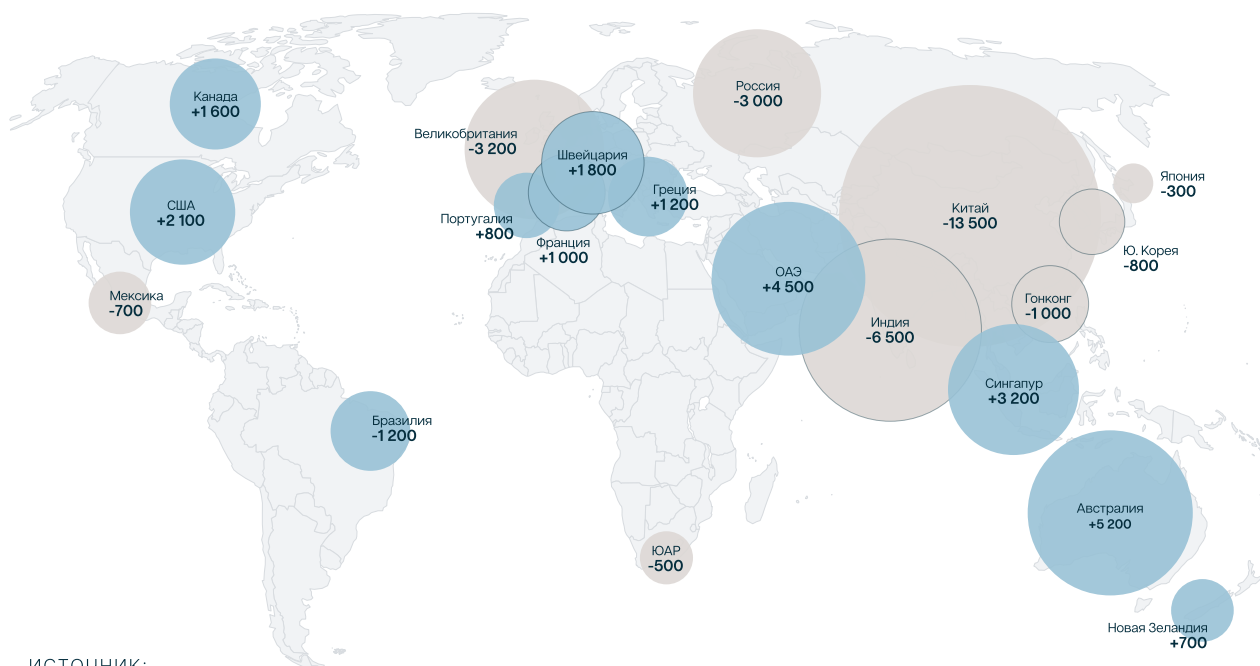
Знаменитое «первое правило бизнеса» гласит: «Защищай свои инвестиции». Как мы с вами убедимся,

именно инфраструктура оказалась важнейшим аспектом защиты капитала.

За последнее десятилетие владельцы крупных состояний стали активнее покидать свои родные страны. Если в 2013 году на такой переезд решились не менее 51 000 долларовых миллионеров по всему миру, то в 2022 году их количество достигло 84 000, что на 64% больше, чем девять лет назад. Henley & Partners еще не раскрыли данные по миграции владельцев крупного капитала за весь 2023 год, однако, прогнозируют, что переселившихся миллионеров будет не менее 123 000, а в 2024 году их число увеличится на 5000.

РИСУНОК 6

Миграция миллионеров по всему миру в 2023 году



ИСТОЧНИК:
Henley & Partners

Мы постарались выяснить, в какие города предпочитают перебираться владельцы крупных состояний (high net worth individual, HNWI) для жизни, работы и размещения капитала. Для этого мы изучили множество рейтингов, начиная от программ ВНЖ

за инвестиции и динамики количества HNWI и заканчивая пригодностью для жизни, безопасностью и процветанием города. Результаты наших исследований приведены в итоговом рейтинге лучших городов мира для HNWI.

РИСУНОК 7

Skyfort рейтинг 2024: лучшие города мира для HNWI

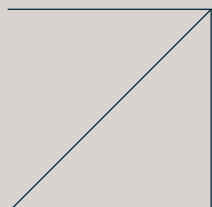
ПОЗИЦИЯ	ГОРОД	СТРАНА	НАСЕЛЕНИЕ	РОСТ HNWI, % (2012–2022)	БАЛЛОВ РЕЙТИНГА
1	Нью-Йорк	США	19 768 458	40%	76
2	Сингапур	Сингапур	5 983 000	40%	72
3	Лондон	Великобритания	12 434 823	-15%	69
4	Сан-Франциско	США	4 623 264	68%	62
5	Лос-Анджелес	США	12 997 353	36%	59
6	Дубай	ОАЭ	6 404 000	62%	54
7	Токио	Япония	37 732 000	-5%	53
8	Цюрих	Швейцария	1 936 563	35%	48
9	Пекин	Китай	18 522 000	70%	45
10	Сидней	Австралия	4 720 000	35%	45
11	Париж	Франция	13 114 718	-3%	41
12	Сеул	Южная Корея	23 016 000	30%	39
13	Лиссабон	Португалия	3 013 027	25%	37
14	Шанхай	Китай	24 073 000	72%	37
15	Чикаго	США	9 510 390	24%	35
16	Рим	Италия	4 303 821	-7%	32
17	Мадрид	Испания	7 005 286	-9%	31
18	Барселона	Испания	5 111 749	-7%	29
19	Гонконг	Китай	7 450 000	-27%	27
20	Стамбул	Турция	15 636 000	-35%	10

Для формирования рейтинга использовались следующие источники: Henley & Partners: World's Wealthiest Cities Report 2023, Рейтинги инвестиционных программ (гражданство, ВНЖ за инвестиции) в 2023 году; Resonance: World's best CitiesReport (livability, lovability, prosperity); The Economist: Global Liveability Index 2023.

Одним из наиболее популярных направлений для релокации у российских предпринимателей и инвесторов в последние годы стал Дубай, ОАЭ. Помимо высокого уровня жизни, безопасности, благоприятного инвестиционного климата и политической нейтральности Эмираты привлекают легким способом получения резидентской визы (аналог ВНЖ) и простыми условиями для регистрации бизнеса. Немаловажным фактором является щадящий налоговый режим: физические лица освобождены от уплаты налогов с доходов, дивидендов, роялти, наследства и дарения; в определенных случаях компании также могут быть освобождены от уплаты налогов. Но сложности у владельцев российских паспортов и капитала, к сожалению, есть и здесь.



Российские активы в ОАЭ



**Анастасия
Воропаева**

Старший
инвестиционный
советник

Дружественна ли данная юрисдикция для российского инвестора и HNW клиента? За последние пару лет настроения очень менялись: от оптимистичных до крайне негативных.

Да, комплаенс везде ужесточился, а банки повышают минимальные пороги для private banking, но это новая реальность, в которой мы живем уже довольно длительное время, просто у многих еще живы воспоминания о чудесных временах, когда счета открывались по щелчку пальцев за пару дней. В начале двухтысячных так было и в Швейцарии, но за последние 10 лет мир кардинально изменился – и эти изменения коснулись всех.

Как выходец из швейцарской банковской системы, я первое время не совсем понимала, что от меня хотят местные банки, как открывать счета и управлять активами на их платформах. Но время адаптации прошло, и стало заметно, что Эмираты очень амбициозно видят себя в будущем мироустройстве и всячески стремятся подтянуться под высокие мировые стандарты. Ведущие банки стараются предложить продукты, ничуть не уступающие продуктам мировых финансовых центров, а на уровне private banking можно получить доступы ко всем основным финансовым рынкам. Бесспорно, проблемы есть, причем чаще всего они возникают из-за культурных различий, нерасторопности и особенностей ментальности сотрудников банковской сферы ОАЭ. Но если принять это как данность и научиться работать с ними, сотрудничество может быть очень плодотворным.

В ближайшее время не стоит ожидать серьезных послаблений со стороны регулятора по отношению к русским клиентам, но если сохранится текущий статус-кво – это вполне приемлемый формат для работы.

На мой взгляд – а его разделяют и многие мои бывшие коллеги в Швейцарии – у Эмиратов есть все шансы занять позицию нейтральной страны в новом мироустройстве и стать новым финансовым центром. На фоне усиления позиций крупных азиатских держав мир становится менее евроцентричным, поэтому даже географически ОАЭ расположились по центру относительно новых лидеров глобального роста, а мудрая политика руководства страны позволяет сохранять относительный нейтралитет в текущих условиях. Поэтому ОАЭ сегодня по-прежнему остаются наиболее эффективно работающей альтернативой швейцарским и европейским банкам.

Макро- экономический обзор

Основные тезисы

- > Геополитика на первом плане. Помимо нарастающих во всем мире конфликтов неопределенности добавляют президентские выборы в США (осень 2024), парламентские выборы в Великобритании (весна 2024) и уже прошедшие в январе президентские выборы на Тайване. От президентских выборов в России (весна 2024) вряд ли стоит ждать сюрпризов.
- > Устойчивое снижение инфляции и замедление глобального экономического роста будут подталкивать мировые ЦБ к снижению ставок и продвижению мер поддержки экономики. Уровень доступной ликвидности в системе станет важнейшим показателем финансовой устойчивости.
- > Проинфляционные риски будут оставаться высокими на фоне геополитических конфликтов и фрагментации глобального рынка, которые уже приводят к нарушению цепочек поставок. Эскалация конфликтов на Ближнем Востоке может привести к резкому росту цен на нефть, что снова подтолкнет инфляцию вверх.
- > Высокая степень неопределенности, выраженная в широком разбросе макроэкономических прогнозов, будет фактором высокой волатильности на рынках. На фоне растущей корреляции между акциями и облигациями лучшее решение для инвесторов – широкая диверсификация по классам активов.
- > Премия за риск как в американских, так и в российских акциях остается низкой, поэтому мы отдаем предпочтение облигациям, которые хорошо защищают от волатильности в периоды рецессий. Тем не менее, доля акций должна быть достаточной, чтобы защищать портфель от инфляции.
- > Среди альтернативных инструментов также стоит придерживаться принципа широкой диверсификации между золотом и товарными рынками, недвижимостью, хедж-фондами и частными рынками (VC & PE, private credit). К тому же, мы позитивно оцениваем долгосрочные возможности в криптоактивах.
- > Снижение процентной ставки в США может ослабить американский доллар по отношению к мировым валютам. Для развивающихся и товарно-сырьевых рынков это будет позитивным фактором.
- > Среди рынков развивающихся экономик мы выделяем Индию и Индонезию. Для аллокации на них стоит использовать ETF фонды на ведущие индексы этих стран.
- > Китайская экономика продолжит испытывать трудности с восстановлением. Неопределенности добавляет ситуация вокруг Тайваня. В пользу китайских акций говорят лишь привлекательные мультипликаторы оценок компаний после значительного падения за последние два года.
- > Основными технологическими трендами останутся искусственный интеллект и блокчейн. Первый будет все больше проникать во все сферы нашей жизни, а второй продолжит строительство новой экономики и нового интернета (web3).

РИСУНОК 8

Взгляд Skyfort на основные классы активов 2024

		Очень негативный	Негативный	Нейтральный	Позитивный	Очень позитивный
Акции	США					
	Развитые рынки					
	Европа					
	Япония					
	Развивающиеся рынки					
	Китай					
	Россия					
Облигации	США					
	Развитые рынки					
	Европа					
	Япония					
	Развивающиеся рынки					
	Китай					
	Россия					

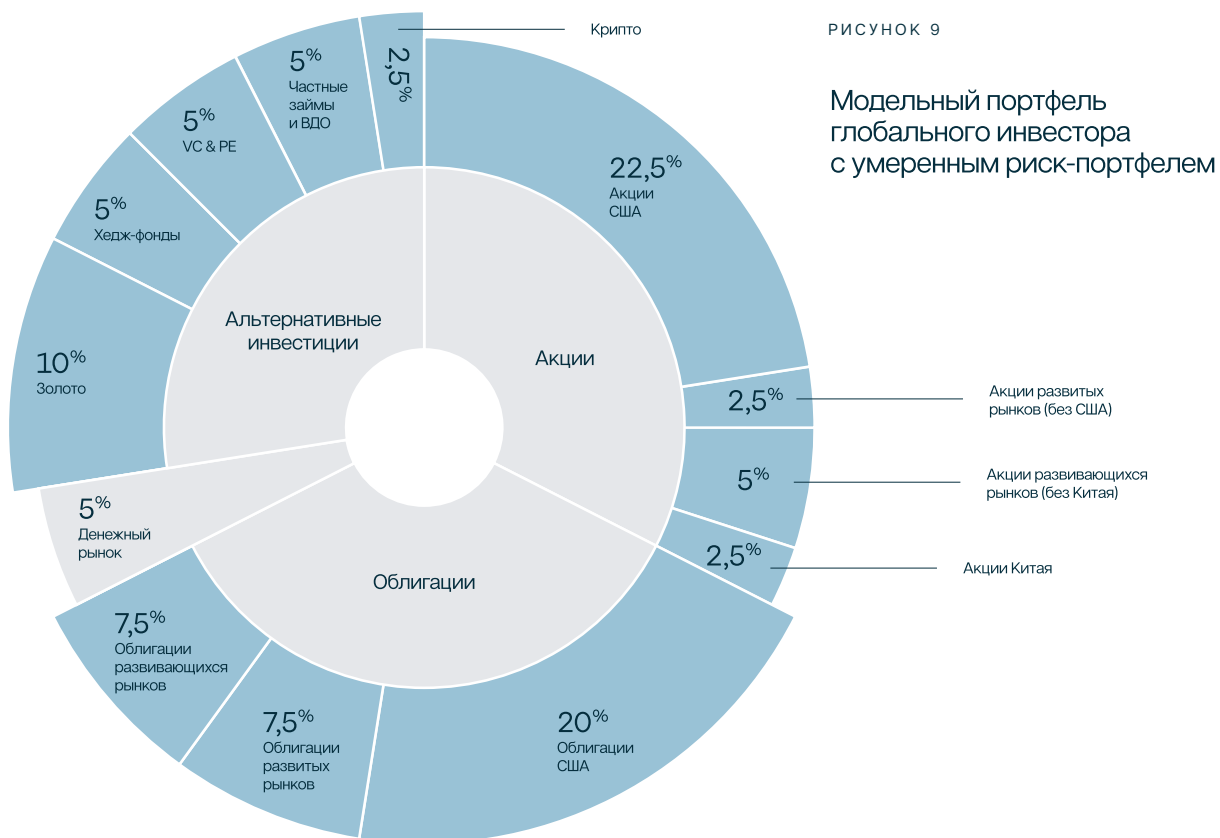
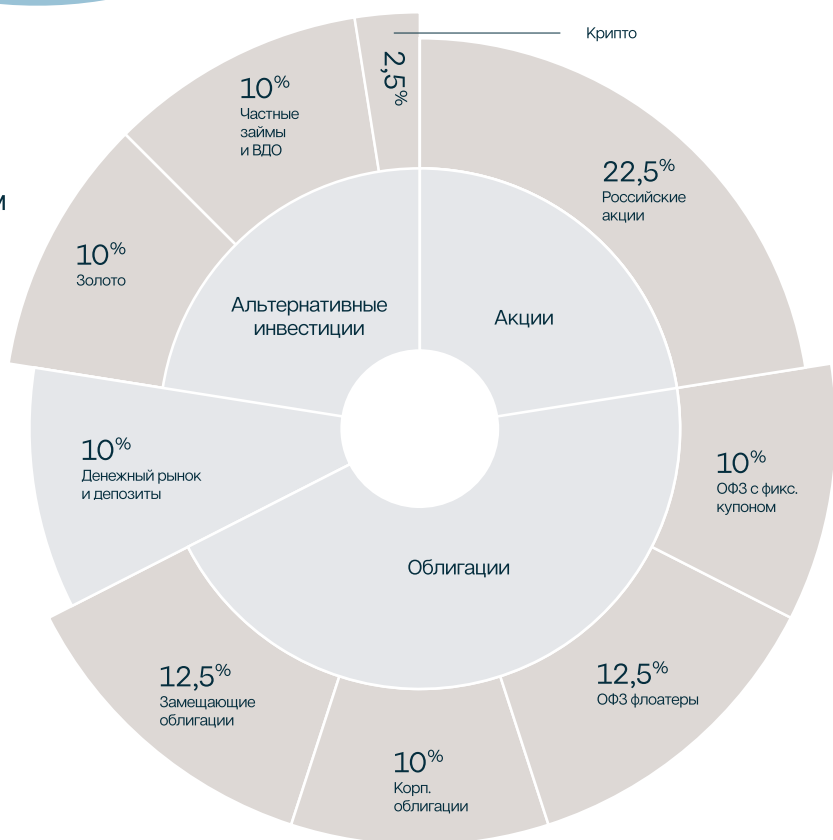


РИСУНОК 10

Модельный портфель российского инвестора с умеренным риск-портфелем



США



Отмена рецессии в 2023 году

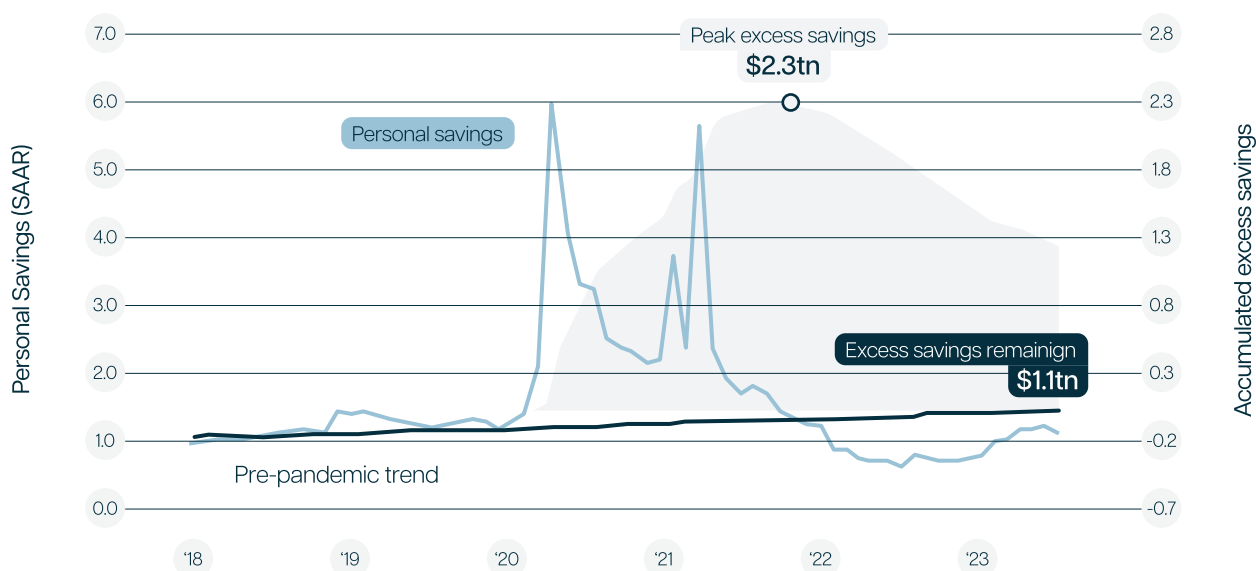
В минувшем году экономика США оказалась прочнее, чем многие ожидали – главным образом благодаря неожиданно высокому уровню фискальной поддержки, избытку потребительских сбережений,

оставшихся после covid-ограничений и стимулирования экономики в 2021 году. Поэтому, несмотря на противоположные ожидания большинства инвестдомов, рецессии не случилось.

РИСУНОК 11

Избыточные накопления домохозяйств

Trillions Of USD



ИСТОЧНИК:
BEA, Federal Reserve, J.P. Morgan AM

На фоне высоких процентных ставок и негативных прогнозов на 2023 год большинство компаний крайне аккуратно подошли к планированию, сосредоточившись на снижении издержек и консолидации роста. Однако в итоге, несмотря на рост экономики, прибыли все же сократились: на 0% для крупных компаний, на 5% для средних и на 8% для малых, если исходить из индекса S&P (по данным Morgan Stanley).

Между тем сильная макростатистика США наряду с инфляцией, значительно превышающей целевой уровень, заставила ФРС проводить заметно более жесткую политику, чем многие ожидали на данном этапе. В результате к концу 2023 года процентные ставки остановились на уровне 5,25%-5,5% против прогнозируемых 4,25%-4,5%.

Консенсус-прогноз аналитиков по S&P 500 на конец 2023 года оказался почти на 20% ниже итогового годового значения (4,700 пунктов). Суммарно по итогам 2023 года S&P 500 вырос на 25%. Во многом такой результат объясняется ростом компаний «великолепной семерки» (Apple, Microsoft, Google, Amazon, Nvidia, Tesla, Meta), которые в среднем за год выросли на 55% – в первую очередь за счет тренда на генеративный искусственный интеллект (generative AI).

В остальном, вне «великолепной семерки», акции в индексе S&P 500 в среднем закончили год в минусе. Это произошло на фоне снижения прибылей и падения мультипликаторов компаний в индексе S&P 500: средний мультипликатор P/E упал с 18x до 16,5x.

Несмотря на изначальный оптимизм трейдеров по снижению ставки в 2023 году, рынок американских облигаций закончил год в небольшом плюсе. ETF

на индекс долгосрочных казначейских облигаций США (TLT) за год вырос всего на 2,8% – главным образом за счет ралли в декабре 2023.

Макроэкономические ожидания на 2024 год

Инфляция

Основной прогноз инвестиционных домов – “soft landing”, или «мягкая посадка» экономики: инфляция стабилизируется в районе 2,5% годовых, а прибыли компаний продолжат расти на уровне выше среднего – около 7-10%. С другой стороны, проинфляционные риски остаются высокими. Причин для этого несколько: фрагментация рынков и деглобализация, нарушение цепочек поставок, эскалация геополитических конфликтов и потенциальный резкий рост цен на нефть. Широкий разброс прогнозов говорит о высокой степени неопределенности и, соответственно, волатильности. Мы считаем, что дезинфляционный тренд продолжится на фоне снижения кредитного импульса в банковской системе, но инфляция будет оставаться выше целевых 2% еще долгое время.

Процентные ставки

На основе американского рынка свопов и фьючерсов ожидания следующие: пик повышения ставки уже пройден, и в 2024 году ее начнут постепенно снижать – с текущих 5,25-5,5% до 3,75-4,00% к концу года (на 1,50% за весь год). Если обратиться к истории, во времена рецессии ФРС обычно снижает ставку более резко и более чем на 3%, реагируя на слабость экономики. Таким образом, в этих прогнозах мы также видим, что рыночный консенсус – «мягкая посадка» экономики.

РИСУНОК 12

Вероятность решений по уровню ставки на каждом заседании

Дата заседания	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
31.01.2024				0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	99,5%
20.03.2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	46,0%	53,7%
01.05.2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	33,2%	51,6%	15,1%
12.06.2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	33,4%	51,1%	14,9%	0,0%
31.07.2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	29,7%	49,1%	19,0%	1,7%	0,0%
18.09.2024	0,0%	0,0%	0,5%	27,7%	47,8%	21,1%	2,9%	0,1%	0,0%
07.11.2024	0,0%	0,3%	16,8%	39,8%	31,7%	10,1%	1,2%	0,0%	0,0%
18.12.2024	0,2%	14,2%	36,1%	33,0%	13,6%	2,7%	0,2%	0,0%	0,0%

источник:
CME Group

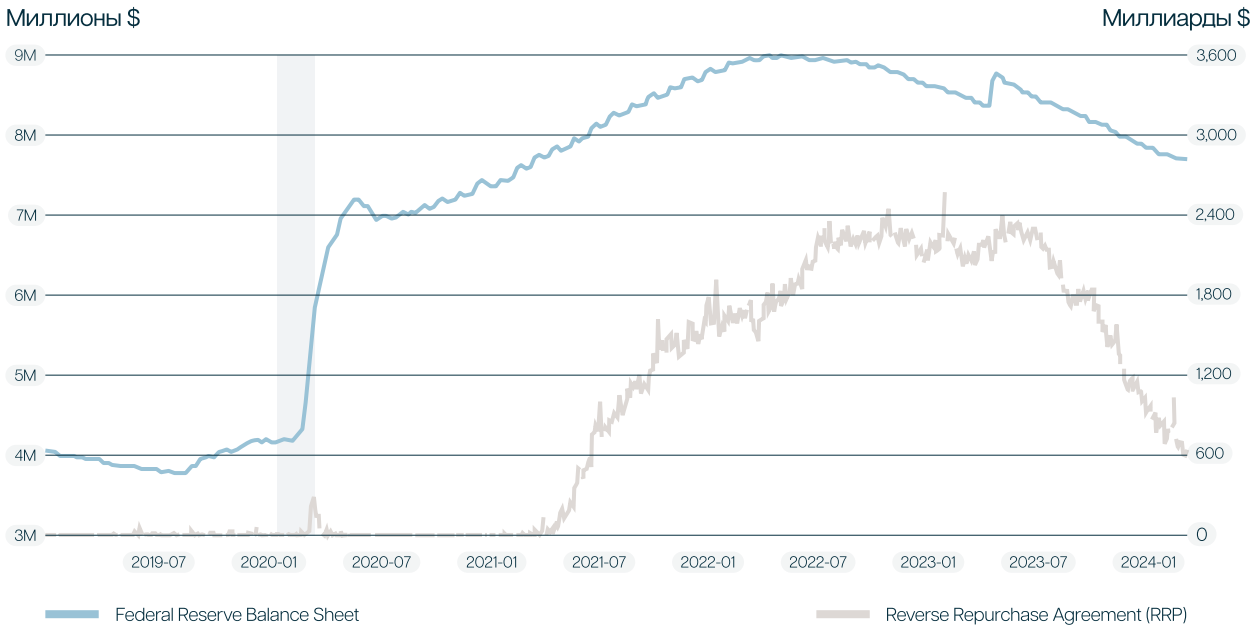
На наш взгляд, ФРС перейдет к снижению ставки в середине 2024 года. Негативный эффект от цикла ужесточения денежно-кредитной политики имеет лаг во времени, поэтому экономика еще не ощутила его в полной мере. Замедление экономического роста и ухудшение финансовых условий будут вынуждать Центробанк менять риторику.

Ликвидность

Мы предполагаем, что ликвидность в 2024 году будет в значительной степени влиять на стрессоустойчивость финансовой системы и волатильность. Объемы в reverse repo сокращаются и к концу I квартала могут приблизиться к нулю. Это значит, что ФРС свернет программу количественного ужесточения (quantitative tightening, QT), в рамках которой продавались активы с баланса Федрезерва, что и приводило к изъятию ликвидности из системы. От того, что финансовые власти США предпримут для балансирования между поддержанием финансовой стабильности и ростом дефицита бюджета, во многом будет зависеть поведение игроков на рынке.

РИСУНОК 13

Баланс ФРС и объемы сделок РЕПО



ИСТОЧНИК:
Board of Governors; New York Fed

Рынок акций (buy)

На фоне смягчения монетарных условий и небольшого замедления номинального роста экономики рынок акций исторически чувствует себя достаточно стабильно. В первую очередь рост происходит не за счет роста прибылей, а за счет восстановления оценок и мультипликаторов. Также важно отметить, что в текущем цикле, когда ключевая ставка остается повышенной, некоторые сегменты будут чувствовать себя лучше остальных.

«Великолепная семерка» (hold)

Оценки акций «великолепной семерки» весьма оптимистичны – особенно Nvidia, которая в 2023 году выросла более чем на 200%+ и оценивается по мультипликатору около 33x EV/Revenue за последние 12

месяцев. Учитывая такие высокие оценки, мы сомневаемся в привлекательности подобных акций.

Акции малой-капитализации (buy)

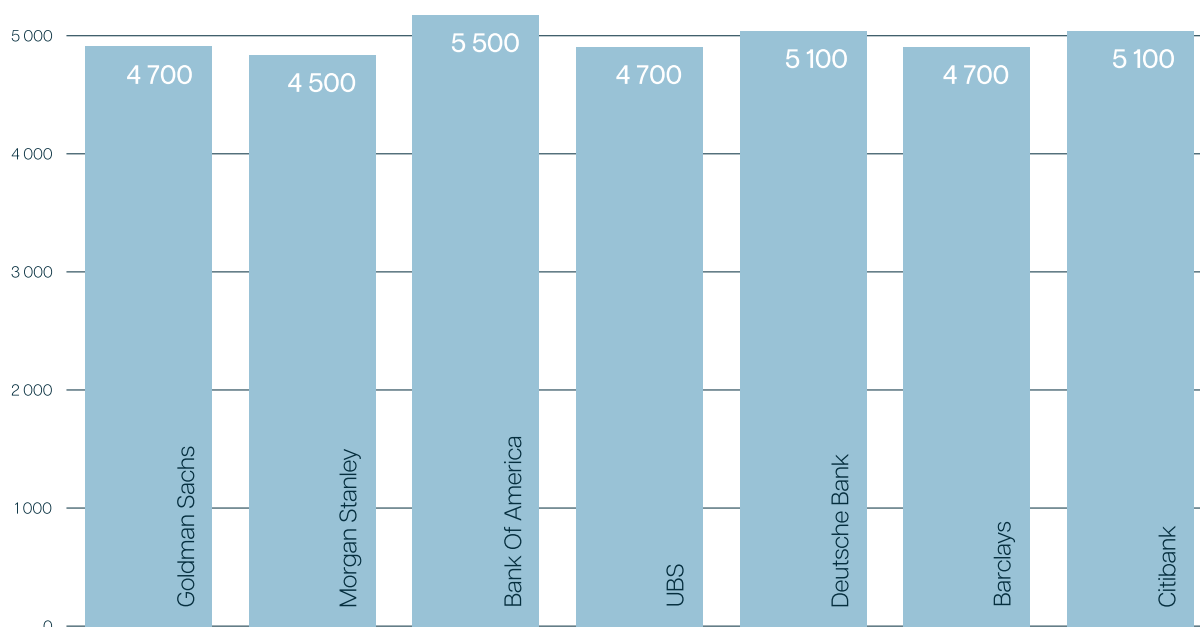
Исторически в течение шести месяцев с момента последнего повышения ставки ФРС акции малой капитализации превосходят акции крупных компаний на пятилетнем горизонте. На начало 2024 года оценка компаний S&P 600 (индекс акций малой капитализации) ниже оценок компаний в S&P 500 (индекс акций большой капитализации) в среднем на 70% (среднее значение в 2004-2019 годах составляет 40%).

Защитные акции (buy)

Здравоохранение, сектор потребительских товаров первой необходимости, коммунальные услуги (buy): мы находимся в поздней стадии цикла экономики

РИСУНОК 14

Прогнозы по S&P 500 на 2024 от ведущих инвест домов



США, когда ключевая ставка на локальном пике, потребление замедляется, темпы роста экономики также падают. Исторически именно в этом цикле защитные компании чувствуют себя лучше остальных. Кроме того, здравоохранение – один из тех секторов, где уже сейчас виден реальный эффект от ИИ.

Энергетика (hold)

Обычно именно энергетический сектор является одним из лучших в позднем цикле экономики. Суммарно мы считаем, что цены на сырую нефть будут поддерживаться на текущих уровнях, а риски скорее сместятся в сторону роста цен, нежели их падения. Кроме того, в энергетической отрасли есть достойные внимания компании с привлекательной оценкой.

Промышленность (buy)

Оценка этого сектора по отношению к более широкому рынку остается привлекательной. К тому же, фискальная поддержка США, судя по текущим планам,

будет направлена в большей степени на развитие инфраструктуры и оборонный сегмент.

Финансовый сектор (hold)

Высокие ставки и сдержанный экономический рост продолжают тестировать на прочность состояние банков в США, и во многом динамика акций будет зависеть от качества активов и корпоративного управления. В этом отношении акции региональных банков будут находиться под давлением из-за слабого роста кредитования и чистого процентного дохода. С другой стороны, положительным моментом для большинства банков станет сохранение высоких процентных ставок.

Материалы (sell)

Во время поздней стадии делового цикла сектор материалов имеет традиционно очень слабую динамику. Высокая инфляция, дорогое топливо и снижение промышленного спроса приводят к снижению цен на металлы, строительные материалы и прочее сырье.

Рынок облигаций (buy)

Короткие облигации (buy)

Если инфляция будет снижаться, рынок облигаций будет чувствовать себя уверенно. Снижение ставки также может привести к переоценке доходностей именно на коротком участке кривой облигаций. Более того, история показывает: когда инфляция снижается ниже 3%, портфельные управляющие начинают активно добавлять облигации в инвестиционные портфели для диверсификации.

Долгосрочные облигации (hold)

В долгосрочных облигациях мы видим ограниченный потенциал. Как мы упоминали выше, проинфляционные риски, связанные с деглобализацией, нарушением цепочек поставок, эскалацией геополитических конфликтов и потерей доверия к хранению резервов в долларах США после блокировки активов Банка России, негативно влияют на цены длинных еврооблигаций США.

Рынок недвижимости (hold)

Жилая недвижимость (hold): благодаря снижению ипотечных ставок активность на рынке жилья, вероятно, начнет восстанавливаться. Тем не менее, по сравнению с историей последних 10-15 лет ставки останутся высокими, что приведет к снижению доступности жилья. Низкая доступность, жесткие условия кредитования и замедление темпов роста экономики означают, что любое восстановление спроса и объемов продаж будет вялым. С другой стороны, нет причин ожидать устойчивого снижения цен на жилье, учитывая недостаток предложения поддержанных домов на рынке. Таким образом, цены на жилье, скорее всего, будут балансировать на текущем уровне без какого-либо роста.

Коммерческая недвижимость (sell)

По нашим оценкам, сектор коммерческой недвижимости в США будет по-прежнему испытывать стресс. В свете возросшей неопределенности, завышенных цен на недвижимость и опасений высокой долговой нагрузки банки начнут более избирательно подходить к новым сделкам в сфере коммерческой недвижимости и рефинансированию. Кроме этого, прочие факторы, связанные с работой на дому, развитием ИИ и высокой инфляцией будут давить на развитие этого сегмента экономики.

Россия



После крайне тяжелого 2022 года прогнозы на 2023 были сравнительно пессимистичными: Банк России прогнозировал падение ВВП от -4% до -1% к концу 2023 года. Большинство банков и брокерских домов также поддерживали прогнозы регулятора, ожидая увидеть падение экономики на 1-2% в среднем.

В итоге российская экономика поразила всех экспертов. Учитывая показатели за первые три квартала, очевидно, что по итогам 2023 года ВВП вырастет с 3% до 3,5%. Причина такого стремительного восстановления – бюджетный импульс (главный фактор

роста в начале года), а также крайне высокий потребительский спрос (главный фактор роста во II и III кварталах 2023 года).

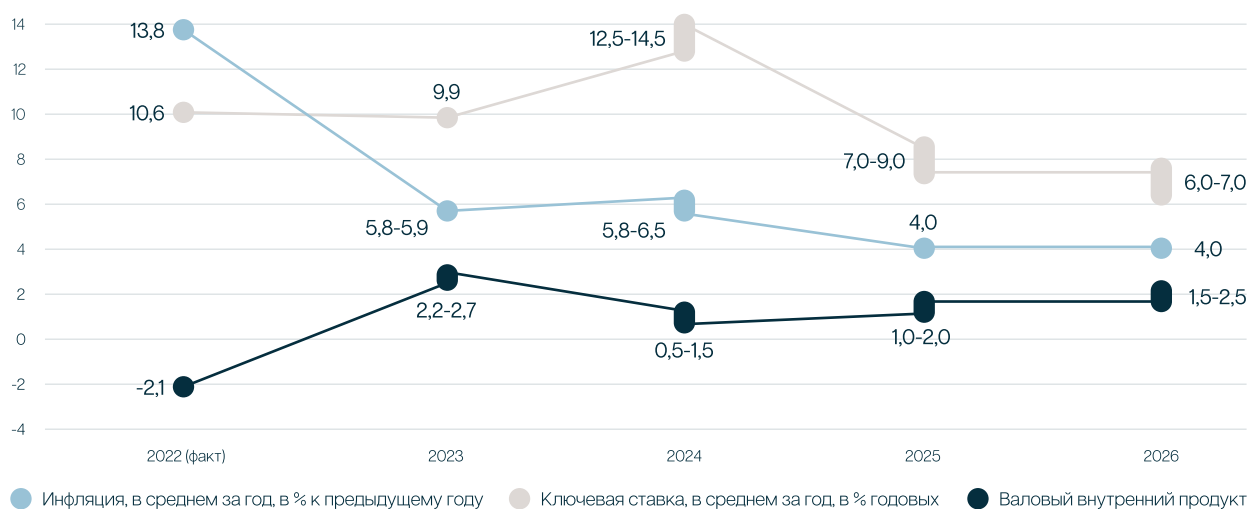
С другой стороны, такой рост не прошел бесследно: начиная с III квартала 2023 года в России начала заметно ускоряться инфляция, на что ЦБ РФ отреагировал резким повышением ключевой ставки. К концу года ставка достигла 16%, хотя начинался он с уровнем 7,5%. Причиной роста инфляции также стало ослабление рубля, который за год упал более чем на 30% по отношению к доллару США.

Макроэкономические ожидания на 2024 год

РИСУНОК 15

Основные параметры прогноза Банка России в рамках базового сценария

(прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)



ИСТОЧНИК:
Банк России

ВВП

Из-за высокой базы 2023 года, сдерживающей ДКП, и потенциального снижения кредитования и потребления мы ожидаем, что экономический рост России в 2024 году замедлится. Главный негативный фактор – высокая ставка ЦБ России. В нашем понимании, сейчас регулятор занимается не только сдерживанием инфляции, но и обеспечением финансовой стабильности: за счет высоких ставок ЦБ сдувает формирующийся кредитный пузырь.

Дополнительным сдерживающим фактором в 2024 году может стать рынок труда, где наблюдается дефицит трудовых ресурсов, а безработица остается неординарно низкой. Без роста производительности труда и инвестиций в капитал ресурс роста экономики РФ на горизонте 2024 года будет оставаться ограниченным и замедлится до 0,5-1,5%.

Инфляция, ставка ЦБ России и бюджет РФ

На последнем заседании в декабре 2023 года ЦБ России, подняв ключевую ставку до 16%, заявил: «Возвращение инфляции к 4% предполагает продолжительный период поддержания жестких денежно-кредитных условий». Таким образом Центробанк обеспечил себе маневр для дальнейших действий. Базовый сценарий, который прогнозирует ЦБ, предполагает снижение ставки с текущих уровней до значений ближе к 11-12% к концу 2024 года. С другой стороны, пока мы видим, что благодаря сильному частному и государственному сектору экономика остается гораздо более устойчивой и «перегретой». Подобная ситуация может напоминать то, что происходило в США в 2023 году, когда ставку пришлось повышать выше ожиданий и держать на высоких уровнях в течение всего года. Поэтому и для России есть риски того, что ставку могут поднять еще (как минимум до 17% в первом квартале) – и дальше держать на повышенных уровнях в течение всего года.

С точки зрения бюджета также сохраняются высокие проинфляционные риски. На 2024 год властями РФ запланировано значительное увеличение бюджетного импульса: согласно плану Минфина расходы федерального бюджета составят 36,7 трлн руб. (против 32,6 трлн в 2023 году), доходы – 35,1 трлн руб. (28 трлн в 2023 году) при среднем курсе 90,1 руб. за доллар. Можно предположить, что в контексте грядущих президентских выборов расходы продолжат оставаться высокими и в I квартале 2024 года. С точки зрения доходов Минфин прогнозирует рост собираемости по оборотным налогам (налоги на прибыль и личный доход, НДС), а также существенный рост нефтегазовых доходов. Поэтому крайне важный вопрос для бюджета на 2024 год и потенциальной инфляции – цены на нефть и курс рубля.

Валюта

На наш взгляд, в первом полугодии 2024 года рубль будет оставаться стабильным и даже тяготеть к укреплению. Это может быть связано со снижением потребительского спроса и импорта, указом об обязательной продаже валютной выручки, а также снижением покупок валюты ЦБ России. С другой стороны, возможная отмена обязательной продажи валютной выручки или более низкие цены на нефть могут запросто вернуть курс к уровню выше 90 рублей за доллар.

Учитывая, что в нашем базовом прогнозе мы не ожидаем глобальной рецессии и сильного падения цен на нефть, в первом полугодии 2024 года рубль вполне может держаться в диапазоне 85-90 рублей за доллар. Во втором полугодии мы видим больше рисков для российской валюты и ожидаем ослабления до уровня 95-100 рублей за доллар на фоне замедления экономического роста и перехода ЦБ России к снижению ключевой ставки.

Во что инвестировать российскому инвестору в 2024 году?

В первом полугодии самыми привлекательными мы считаем следующие инструменты:

- > краткосрочные депозиты,
- > флоутеры,
- > фонды денежного рынка,
- > акции с высокой дивидендной доходностью.

Во втором полугодии будет иметь смысл тактически ребалансировать портфель в пользу более риско-

ванных инструментов по мере снижения ставки ЦБ РФ и потенциального ослабления рубля. Спросом могут начать пользоваться:

- > длинные облигации с фиксированным купоном,
- > акции экспортеров,
- > замещающие облигации.

Акции

В первом полугодии 2024 года мы не ожидаем большого позитива на рынках акций. Потенциальному росту рынка будут препятствовать высокие доходности депозитов, крепкий рубль, а также «навес» акций после редомициляции. Во втором полугодии для рынка акций будет гораздо больше катализаторов роста.

РИСУНОК 16

Топ-акции крупнейших российских брокеров в 2024 году

Атон	Сбер, Лукойл, Норникель, Мосбиржа, Яндекс, Озон, Астра, TCS, Hendersen, Heandhunter, Globaltrans, X5 Group, Магнит
Тинькофф	Сбер, Лукойл, Мосбиржа, Яндекс, Озон, Магнит, Самолет, НОВАТЭК, Инарктика
Sber-CIB	Лукойл, Яндекс, X5 Group, Магнит, Совкомфлот, Озон, Северсталь, Транснефть, Глобалтранс
Альфа-капитал	Роснефть, Южуралзолото, Совкомфлот, Яндекс, Heandhunter, X5 Group
БКС	Сбер, Лукойл, TCS, Магнит, Северсталь, Мечел, Татнефть

Облигации с фиксированной ставкой

ОФЗ с фиксированной ставкой, по нашему мнению, сейчас перекуплены. Доходности находятся на уровне 12%, что ниже, чем предлагают депозиты и фонды денежного рынка. Такой дисбаланс мог возникнуть благодаря большому спросу со стороны банков, которым до начала марта 2024 года ЦБ вновь предписал соблюдать норматив краткосрочной ликвидности на уровне 100% после послаблений в 2022 и 2023 году.

Также в текущие котировки ОФЗ заложены ожидания достаточно скорого снижения ставки ЦБ России. Мы считаем это слишком оптимистичным и предполагаем увидеть ставку ЦБ России на текущем уровне или выше – по крайней мере до середины 2024 года. Кроме того, на рынок ОФЗ с фиксированными доходностями будет давить рост предложения новых бумаг на первичном рынке. Программа заимствований Минфина на 2024 год предполагает объем около 4,1 трлн руб. Переходить к покупке ОФЗ с фиксированным купоном, по нашему мнению, стоит ближе ко второму полугодю.

Облигации с плавающей ставкой (флоутеры)

Данные облигации защищают инвесторов от процентного риска и в 2024 году вполне могут позволить получить привлекательную доходность на уровне 15-18%. Помимо ОФЗ существует ряд привлекательных корпоративных облигаций с переменным купоном, где доходности могут быть еще выше. К тому же, исторически этот инструмент показывает одно из лучших соотношений доходности и риска, поэтому мы рекомендуем включать его в портфель.

Замещающие облигации

Замещающие облигации также обязательно должны быть в портфеле инвесторов как квазивалютный инструмент, учитывая непредсказуемость валютного курса. Доходности в замещающих облигациях

в 2023 году сократились, однако по-прежнему остаются достаточно привлекательными – на уровне 6-8% в евро и долларах. Кроме того, в 2024 году должно закончиться окно замещений, часть облигаций будет погашена и суммарно предложение замещающих облигаций на рынке будет сокращаться, что со временем приведет к росту цен на эти инструменты.

Недвижимость

Рынок недвижимости в РФ в 2024 году, скорее всего, будет держаться без существенного падения и без серьезного роста. Есть очевидные факторы, которые окажут давление на рынок:

- > высокие процентные ставки;
- > ужесточение ипотечных требований и сокращение льготных программ;
- > сокращение общего количества сделок, высокое предложение жилья;
- > крепкий рубль и постепенное снижение инфляции (падает инвестиционный спрос);
- > высокая закредитованность населения.

С другой стороны, мы не ждем и существенного падения цен на рынке:

- > в случае падения вероятен рост государственной поддержки сектора: новые льготы и субсидии;
- > отсутствие других инвестиционных возможностей ввиду ограничения на валютные инвестиции и ограничений на движение капитала будет поддерживать спрос;
- > в случае реализации в экономике негативного сценария, сопровождающегося ростом бюджетных расходов, инфляцией и ослаблением рубля, мы увидим рост спроса на недвижимость.

Недвижимость в РФ для российского инвестора остается одним из самых надежных способов вложений, так как доходность успешно превышает уровень инфляции и дает уверенность в сохранении капитала.

Китай



После долгожданного открытия в 2023 году ожидалось, что экономика Китая начнет восстанавливаться опережающими темпами. Прогнозы аналитиков по китайскому рынку в конце 2022 года были в основном позитивными, что связано с отменой политики COVID-Zero и низкими мультипликаторами. Но вопреки прогнозам индекс Hang Seng с начала 2023 года упал более чем на 10%. Рост ВВП также разочаровал — во втором квартале он замедлился до 3,2% год-к-году, что оказалось намного ниже целевого показателя правительства в 5%.

Китайский рынок лихорадит уже третий год подряд. Такую динамику можно объяснить дефляцией и кризисом на рынке жилья, старением населения, высоким уровнем системного долга, а также другими геополитическими и внешними проблемами.

Кроме того, Китаю необходимо бороться с дефляцией: индекс потребительских цен в ноябре снизился до -0,5%, показав самый быстрый темп падения цен за последние три года, что объясняется слабым внутренним потребительским спросом и избытком предложения.

Результат политики «всеобщего процветания», проводимой президентом Си с 2020 года — попытка снизить

цены на недвижимость, чтобы привести их в соответствие с доходами населения. Ранее Си отмечал, что недвижимость нужна для жизни, а не для спекуляций. Тем не менее, такая политика устраняет огромный источник спроса для значительной части тяжелой промышленности (сталь, стекло, цемент и т. д.) и будет препятствовать более быстрому восстановлению ВВП.

Очевидно, что в 2024 году правительству Китая придется начать борьбу с обвалом цен на рынке недвижимости. Политики принимают различные меры, в частности, ослабляя требования к первоначальному взносу и снижая существующие ставки по ипотечным кредитам, но этого недостаточно. С другой стороны, власти Китая обеспокоены высоким уровнем долга в системе, что не позволяет переходить к какому-то ощутимому стимулированию рынка. Таким образом, мы ожидаем, что спад на рынке недвижимости продолжится в течение 2024 года.

По нашим прогнозам, рост ВВП Китая в 2024 году будет на уровне 4-5%, что значительно ниже темпов роста последних двух десятилетий. Вернуться на прежнюю траекторию роста в ближайшие годы будет крайне трудно.

Что касается рынка акций, существенного роста без восстановления инфляции ожидать тяжело. С другой стороны, мультипликаторы компаний на рынке выглядят дешево, что сдерживает потенциал падения. Суммарно на горизонте 2024 года мы ожидаем увидеть слабый рост китайских акций на фоне мер по стимулированию экономики, но этот рост будет ограничен комплексными структурными проблемами.

Европа



2024 год для Европы также, скорее всего, окажется переходным, как и для большинства развитых стран и регионов, которые находятся в поздней стадии экономического цикла.

Мы ожидаем увидеть общий рост ВВП на небольшом уровне около 0,4-0,5%, что станет возможным во многом благодаря уверенному потребительскому спросу и переходу ЕЦБ к снижению ставки. С другой стороны, ограничивающая монетарная политика, зависимость от ключевых торговых партнеров, внутренние политические конфликты и противоречия, высокий уровень регуляторной нагрузки и старение населения будут ограничивать потенциальный рост.

По нашим прогнозам, инфляция в еврозоне снизится до уровня в 2,5-3% в 2024 году, а ЕЦБ начнет снижать ставку во втором полугодии. Мы уже видим, что инфляция снижается крайне быстрыми темпами: по итогам октября официальные данные показали снижение до 2,9% годовых. Главный риск для инфляции сейчас – резкий рост цен на энергоносители, в первую очередь на газ. Хотя газовые хранилища заполнены на 98% и находятся в гораздо лучшем состоянии, чем в прошлом году, геополитическая напряженность и более холодная, чем ожидалось, зима могут оживить инфляционный импульс и повлиять на перспективы роста экономики блока. Прошлая зима показала, что реакция цен на дисбаланс спроса и предложения на рынках может быть внезапной.

Что касается ЕЦБ – по нашему мнению, цикл повышения ставки закончен. Регулятор будет следить за динамикой зарплат на старте 2024 года, чтобы оценить, насколько этот фактор будет давить на инфляцию дальше, так как в текущий момент именно рост заработных плат провоцирует рост цен. Тем не менее, базовый прогноз – старт снижения ставки в июне 2024 года и окончание цикла снижения в 2025 году, когда ставка упадет с текущих 4% до уровня в 1,25-2%.

Что касается отдельных стран Европы, рост стоит ожидать скорее от сравнительно небольших стран, таких как Польша, Дания и Испания, нежели от крупных – к примеру, Германии, Италии или Франции.

В Германии перспективы туманные – согласно большинству прогнозов ВВП страны если и вырастет в 2024 году, то на скромные 0,1-0,2%. При этом частное потребление, вероятно, будет единственным компо-

нентом спроса. Внешняя среда, структурные проблемы, монетарная и фискальная политика окажут сильное давление на рост экономики Германии.

Экономика Испании, в свою очередь, явно опередила остальные страны еврозоны в 2023 году. Индекс PMI в сфере услуг Испании в ноябре 23 года составил 51, в то время как остальные страны еврозоны находились на территории сокращения – ниже 50. Согласно прогнозам, такой тренд может продолжиться и в 2024 году. Главными причинами для этого могут стать меньшая структурная зависимость от ситуации с российским газом, потенциальное снижение ставки ЕЦБ в 2024 году и улучшение условий кредитования, а также продолжение использования грантов в рамках программы NGEU (Next Generation EU).

Рынки акций и облигаций Европы

Для компаний в Европе по-прежнему сохраняются достаточно тяжелые условия – высокие процентные ставки заставляют корпоративный сектор сильнее затягивать пояса. Кроме того, структурные проблемы Европы, описанные выше, а также ограниченные фискальные стимулы будут сдерживать потенциальное восстановление. Именно эти факторы объясняют то, почему мультипликаторы компаний на европейском рынке упали ниже 10-летнего среднего и торгуются на «подавленных» уровнях последние два года. Тем не менее, суммируя все данные, мы не рекомендуем увеличивать аллокацию на европейские акции в 2024 году.

РИСУНОК 17

STOXX Europe (ex-UK) Index

12-месячное отношение цены к прибыли



ИСТОЧНИК:

Bloomberg, European Central Bank (ECB); data as of 11/14/23

Что касается рынка облигаций, на фоне снижения ставки ЕЦБ в 2024 году мы отдаем предпочтение еврооблигациям инвестиционного уровня (investment grade) в евро. Высокодоходные еврооблигации (high yield) не выглядят столь привлекательно с точки зрения соотношения риск/доходность, так как спреды (компенсация за риск) между высокодоходными облигациями и облигациями инвестиционного уровня находятся на уровне десятилетних минимумов.

Товарно-сырьевые рынки

Мы ожидаем, что цены на большинство сырьевых товаров в 2024 году вырастут, поскольку центральные банки будут переходить к ослаблению денежно-кредитной политики. Мы менее позитивны в отношении краткосрочных перспектив цен на нефть и газ, поскольку считаем, что предложение обоих видов ископаемого топлива увеличится в период снижения спроса. С другой стороны, более быстрое внедрение возобновляемых источников энергии и электромобилей будет все сильнее влиять на цены на топливо в 2024-2025 годах, одновременно давая толчок спросу и ценам на металлы.

Нефть

На нефть в 2024 году будут оказывать влияние следующие факторы:

> Общая потребительская активность

Несмотря на сдержанный экономический рост и переход мировых ЦБ к снижению ставок, спрос на нефть останется значительным. В 2024 году, согласно прогнозам, он может вырасти на 1,2-1,6 миллиона баррелей в день (mbd), чему будут способствовать в первую очередь развивающиеся рынки. Кроме того, спрос на нефтехимию поддержит рост международных авиаперевозок, восстанавливающийся после COVID.

> Контроль над предложением нефти со стороны ОПЕК+

Для поддержания баланса на рынке нефти альянсу ОПЕК+ придется и дальше ограничивать добычу. Скорее всего, Саудовская Аравия и Россия продлят добровольное сокращение добычи/экспорта до конца 2024 года. По нашему мнению, в текущих условиях ОПЕК+ считает комфортной цену на нефть выше \$75-80/барр. Поэтому в сценарии рецессии и падения спроса мы ожидаем, что ОПЕК+ оперативно отреагирует дополнительным снижением добычи, как это было весной 2020 года.

> Поставки со стороны стран вне ОПЕК+

Основным фактором, который может привести к снижению котировок цен на нефть помимо слабого спроса, может стать рост предложения нефти из стран вне ОПЕК+ – в первую очередь из США, Гайаны и Бразилии. На фоне сокращения предложения со стороны стран в альянсе ОПЕК+ его доля рынка упала до 51% – это самый низкий показатель с 2016 года, когда был создан расширенный картель. В 2024 году, в свою очередь, увеличение поставок нефти странами, не входящими в ОПЕК+, может составить 1,2 млн баррелей в сутки, что будет равняться потенциальному росту спроса.

> Геополитика

Недавние события на Ближнем Востоке привели к эскалации напряженности в регионе. Кроме конфликта Израиля и Палестины, который в 2024 году может распространиться на другие страны, мы уже видим новый очаг противостояния в Красном море. Сценарий эскалации конфликтов представляет собой угрозу для ключевых каналов транспортировки нефти и может привести к росту цен.

Суммируя все факторы, к концу 2024 года мы ожидаем увидеть цены на нефть на этих же уровнях, т.е. \$75-80/барр.

Золото и серебро

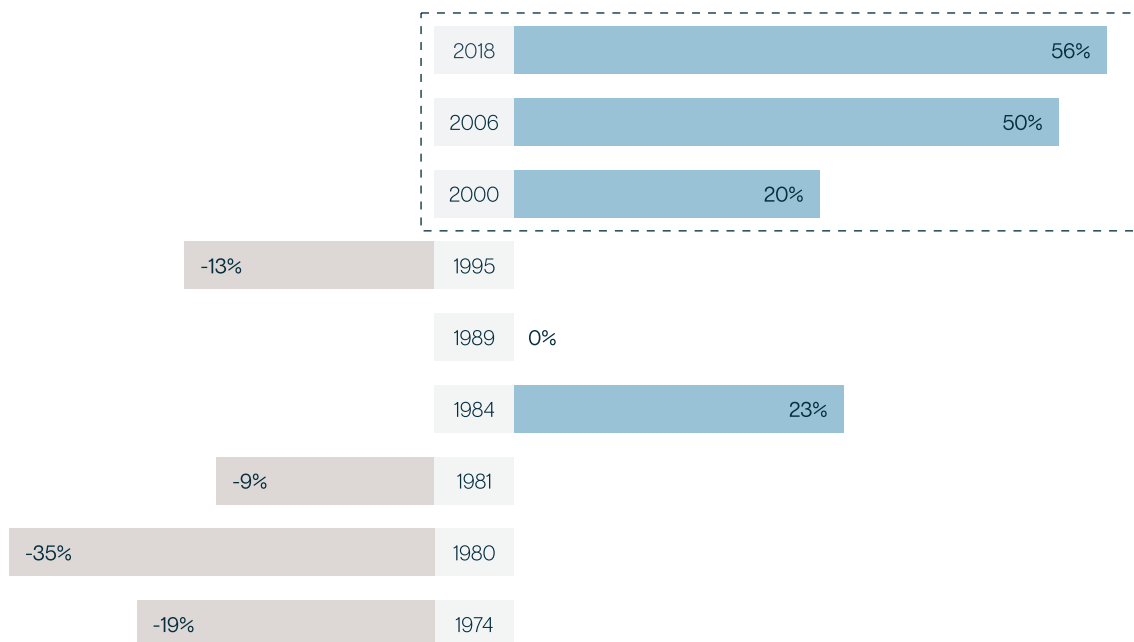
Экспозиция на золото, по нашему мнению, должна оставаться обязательной частью портфеля инвестора во все времена. В 2024 году мы ждем, что цена металла вырастет еще сильнее, так как ФРС США начнет переходить к снижению ключевой ставки, а реальная процентная доходность казначейских облигаций США упадет. Суммарно это должно привести к тому, что цены на золото достигнут новых номинальных максимумов в середине 2024 года и к четвертому кварталу составят

в среднем \$2150-2200 за унцию. Цены на серебро, скорее всего, последуют за золотом и составят в среднем около \$30 за унцию в четвертом квартале 2024.

Вместе с тем драгоценные металлы стандартно дают хорошую защиту от геополитической нестабильности и потенциальной рецессии в мировой экономике. Также золото может быть отличной «валютной» альтернативой для российского инвестора, когда доступ к иностранным инструментам ограничен.

РИСУНОК 18

Динамика золота за 2 года после достижения пика ставки ФРС США



Остальной мир

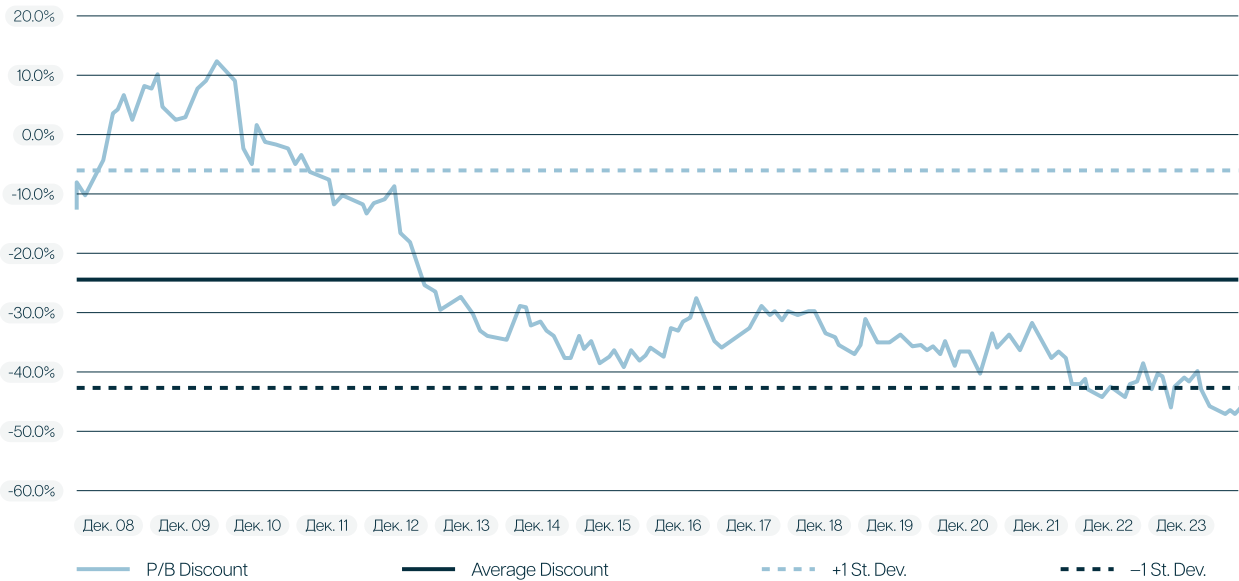


Мы видим, что аллокация инвесторов в развивающиеся рынки (EM) на конец 2023 года была сравнительно низкой. Это логично – ведь в среднем акции развивающихся

стран за последние десять лет превзошли индекс S&P только два раза. Тем не менее, мы считаем, что этот класс активов несправедливо недооценен в текущем моменте.

РИСУНОК 19

Отношение цены к балансовой стоимости (P/B) акций развивающихся рынков



ИСТОЧНИК:

Global X ETFs с информацией полученной от: Bloomberg LP. Data от 30 сен. 2023

Во многих развивающихся странах, включая Бразилию, Турцию и Мексику, которые демонстрировали удивительно хорошие показатели в 2023 году, темпы роста должны замедлиться. На фоне этого другие страны, такие как Индия, Индонезия, Чили и Перу, скорее всего,

восстановятся после недавних слабых периодов. Хотя процесс дезинфляции, вероятно, замедлится в ближайшие месяцы, в течение 2024 года цикл смягчения денежно-кредитной политики в развивающихся экономиках EM должен расширяться.

В среднесрочной перспективе мы видим инвестиционные возможности в следующих странах:

Индия

Индия – лучшая страна с точки зрения структурных фундаментальных показателей на развивающихся рынках. Она может похвастаться самым большим в мире общим и молодым населением: 65% людей в Индии моложе 35 лет. Молодое население образовано, так как уровень грамотности среди молодежи составляет около 90%. В этом году страна, которая может похвастаться третьей по численности группой ученых и техников в мире, планирует лидировать также по количеству выпускников университетов. На этом фоне мы ожидаем бурное развитие сферы услуг, производства и потребления.

Индия готовится к всеобщим выборам в апреле-мае 2024 года, и нынешнее правительство, скорее всего, объявит о новых инициативах поддержки менее обеспеченных слоев населения. Не исключено, что на горизонте возникнут дополнительные расходы, направленные на стимулирование потребления.

В 2024-2025 годах мы ожидаем продолжение роста внутреннего спроса в Индии за счет роста потребления и вложений в капитал. По нашим прогнозам, рост этот будет устойчивым и в следующие два года составит выше 6%. Что касается макроэкономической стабильности, инфляция и дефицит счета текущих операций, скорее всего, останутся в пределах комфортной для политиков зоны. Рынок акций, несмотря на его относительно высокие мультипликаторы, имеет потенциал для дальнейшего роста.

Индонезия

В третьем квартале 2023 года экономика Индонезии продолжила рост. Ее ВВП увеличился на 4,9% –

в основном за счет высокого уровня частного потребления. Инвестиции продолжают демонстрировать уверенные показатели: в третьем квартале их рост составил 5,8%. Разумная фискальная и монетарная политики помогли закрепить в Индонезии макроэкономическую стабильность и создали благоприятные условия для поддержания роста внутреннего спроса.

В 2024 году мы ожидаем, что индонезийский рынок продолжит динамичный рост, особенно в таких секторах, как электромобили и сегмент потребления. Хотя предстоящие президентские выборы в начале 2024 года могут вызвать краткосрочную волатильность, ожидания благоприятного политического климата после выборов позволяют предположить, что ориентированные на внутренний рынок секторы, такие как финансовый и потребительский, возможно, превзойдут ожидания.

Польша

За последние пять лет Польша опередила большинство европейских стран по росту ВВП на душу населения. Потенциальному долгосрочному росту способствует большой приток украинских мигрантов. Более того, Польша – продуктивная экономика с устоявшимся производственным сектором, куда перенаправляется часть торговых потоков. Страна также вышла на пятое место в мире по производству батарей для электромобилей.

Вишенкой на торте стало недавно избранное коалиционное правительство во главе с бывшим президентом Европейского совета Дональдом Туском, которое сменит предыдущий состав, критиковавший Европу. Более дружественная позиция по отношению к Европе обеспечит дальнейший приток прямых инвестиций в Польшу. В то же время польский рынок акций торгуется со скромным мультипликатором P/E в 8,0.

Бразилия (краткосрочная идея)

Бразилия имеет крупную и разнообразную экономику, высокий доход на душу населения, а также сильные внешние финансовые показатели, которые поддерживают устойчивость к потрясениям благодаря гибкому обменному курсу и значительным международным резервам. С другой стороны, потенциал экономического роста Бразилии достаточно слабый, так как страна обладает не только крайне высоким и растущим уровнем долговой нагрузки, но и достаточно жесткой бюджетной политикой.

Стоит напомнить, что в период с 2014 по 2019 год в Бразилии наблюдался отрицательный рост – средний рост реального ВВП за это время составил -0,3%, после чего в 2020 году произошло еще одно сокращение на 3,3%. Затем, по данным Всемирного банка, в 2021-2022 годах в стране наблюдался подъем: рост составил 5,0% и 2,9% соответственно благодаря мощным фискальным стимулам и благоприятной конъюнктуре товарного рынка.

Долгосрочно мы не рекомендовали бы делать ставку на Бразилию, но в краткосрочной перспективе 2024 год может предоставить инвесторам хорошую циклическую возможность. Дело в том, что в 2023 ЦБ Бразилии перешел к снижению процентных ставок, и эти снижения, скорее всего, продолжатся и в новом году. За последние шесть циклов снижения ставок мы наблюдали рост индекса MSCI Brazil (на основе доллара США) в 75% случаев. С точки зрения оценки Бразилия торгуется с мультипликатором P/E 7,5x и балансовой стоимостью 1,3x, что выглядит крайне привлекательно для потенциальных инвесторов.

Альтернативные инвестиции

Альтернативные инвестиции всегда занимали значительную долю в портфелях состоятельных клиентов. Из отчета глобального Family Office UBS за 2023 год следует, что доля таких инвестиций составляет 45%.

Альтернативные инвестиции исторически повышают доходность портфеля и снижают волатильность портфеля, создавая более устойчивые «всепогодные» портфели. Некоторые аналитики утверждают, что это просто особенность неликвидных активов, которые отражают просадку медленнее, чем активы публичного рынка. Однако история подтверждает устойчивость реальных активов во времена роста рыночной волатильности, вызванной слишком высокой инфляцией. В периоды высокой и растущей инфляции 1970-х и 1980-х годов недвижимость, инфраструктура и золото были одними из немногих классов активов, которые демонстрировали положительную реальную доходность при низкой корреляции с рынками акций и облигаций.

Другие категории альтернативных инвестиций также показывают преимущества диверсификации в периоды просадок на публичном рынке. Управляющие хедж-фондами, в частности, могут использовать свою тактическую гибкость, чтобы занимать длинные и короткие позиции по широкому спектру классов активов. В 2020 году, к примеру, показатели макро хедж-фондов оставались устойчивыми.

Выше мы уже рассказали про инвестиции в золото, недвижимость и инфраструктуру, поэтому в этом блоке подсветим такие два класса активов, как венчурный рынок и рынок криптовалют.

РИСУНОК 20

Распределение активов в портфелях клиентов UBS Global Family Office

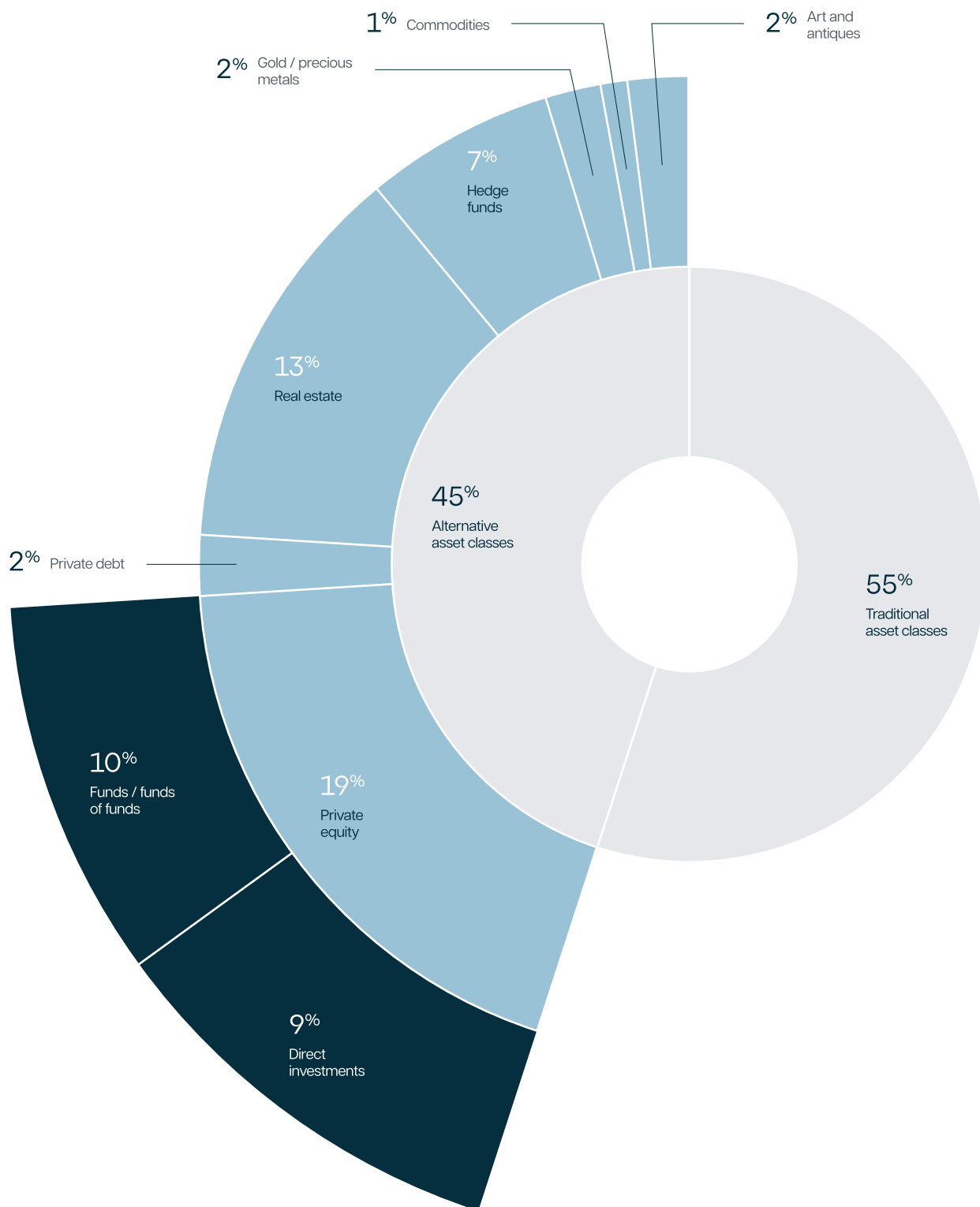
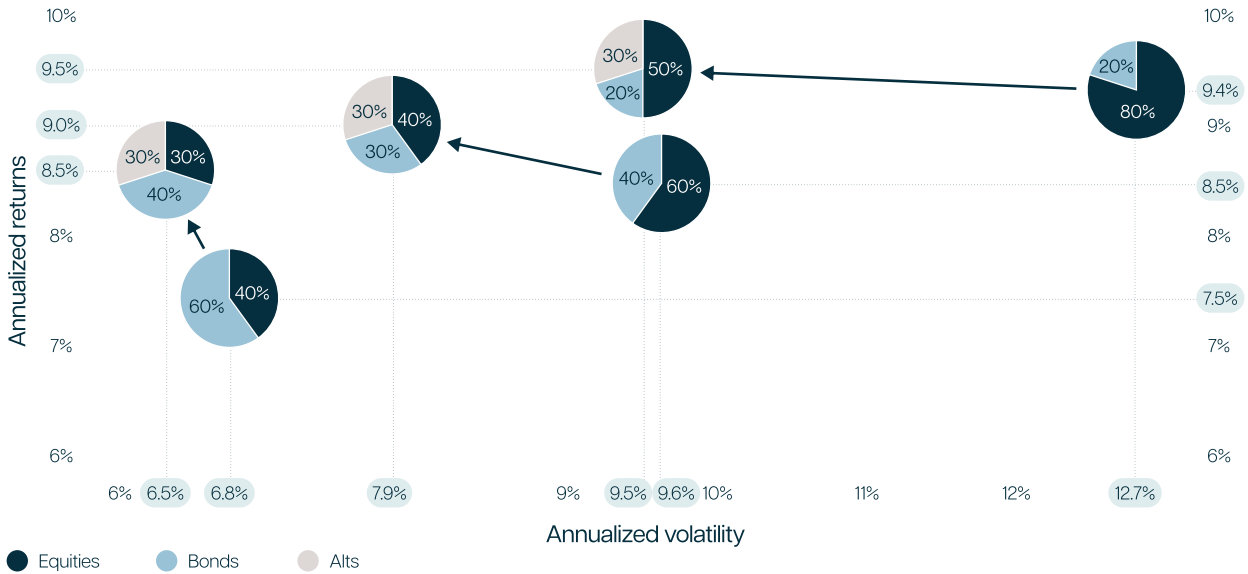


РИСУНОК 21

Альтернативные инвестиции и риск/доходность портфелей

Annulized volatility and returns, 1989 – 2Q'23



ИСТОЧНИК:

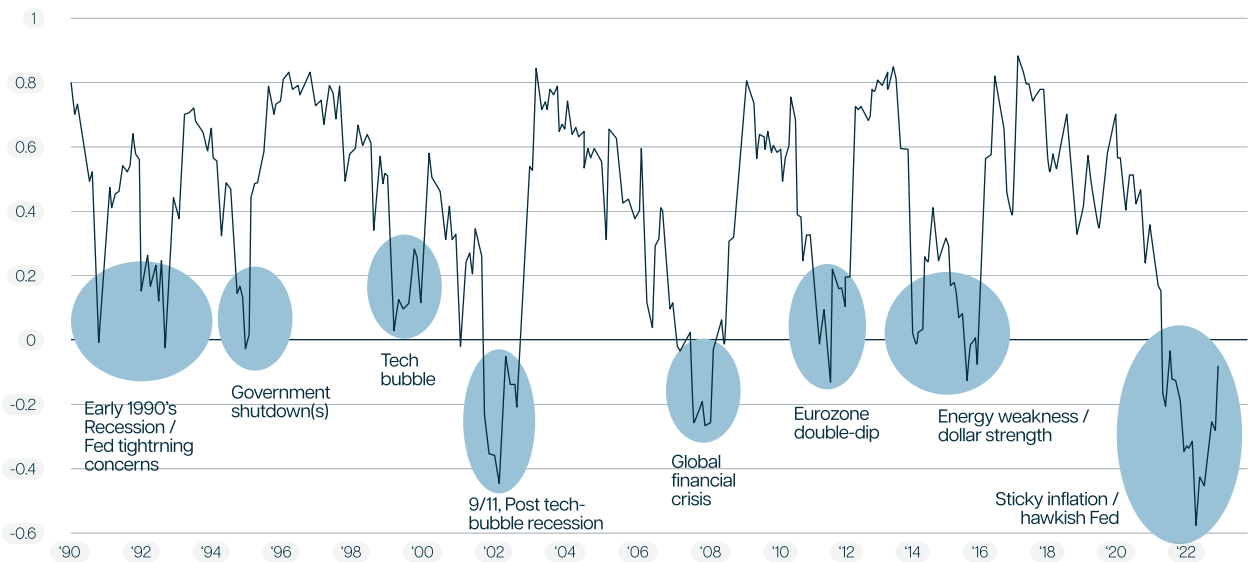
Bloomberg, Burgiss, HFRI, NCREIF, Standart & Poor's, FactSet, J.P. Morgan Asset Management

Alts include hedge funds, real estate, and private equity, with each receiving an equal weight. Portfolios are rebalanced at the start of the year. Data are based on availability as of November 30, 2023.

РИСУНОК 22

Корреляция хедж-фондов и портфеля 60/40 акции-облигации*

1990 – сегодняшний день, ежемесячно



ИСТОЧНИК:

Standart & Poor's, FactSet, Bloomberg, FactSet, J.P. Morgan Asset Management

*60/40 portfolio is 60% S&P 500 and 40% Bloomberg U.S. Aggregate, Hedge funds are presented by HFRI Marco. Correlation is calculated on a 12-month rolling bases. Data are based on availability as of November 30, 2023.

Venture capital (VC) & private equity (PE)

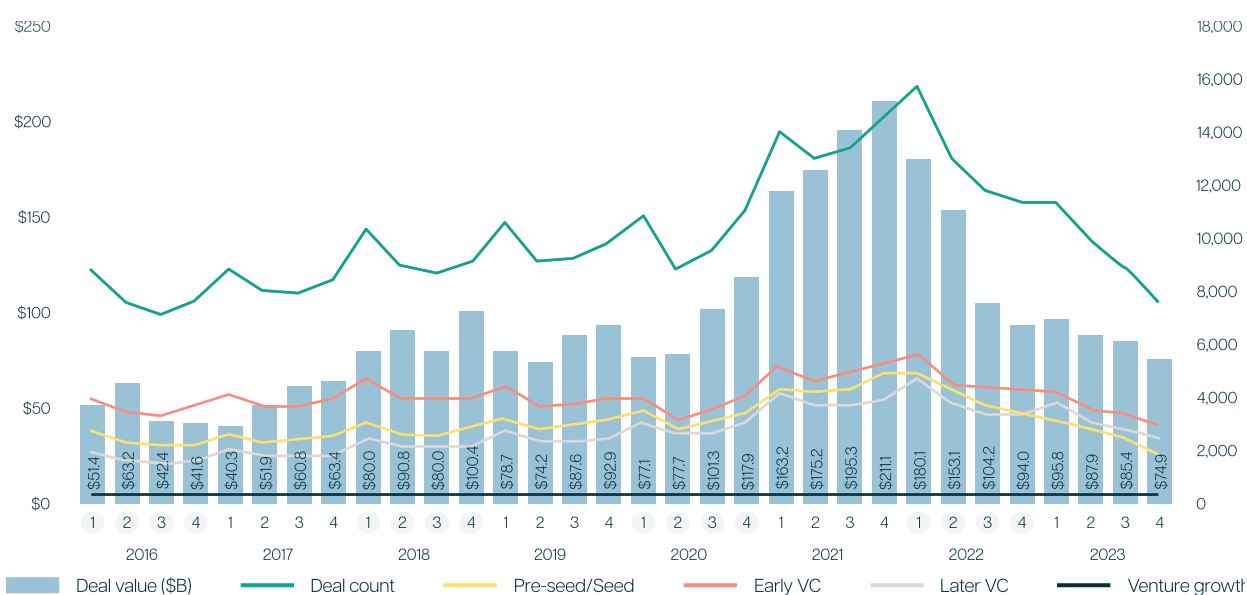
После пикового роста в 2020-2021 годах следующие два года оказались крайне тяжелыми для индустрии венчурного капитала. Вслед за ростом ставки прои-

зошло существенное падение оценок и мультипликаторов, а рынок IPO замер.

РИСУНОК 23

Глобальное венчурное финансирование

2016–Q4'23



ИСТОЧНИК:

Venture Pulse, Q4'23, Global Analysis of Venture Funding, KPMG Private Enterprise

*As of December 31, 2023. Data provided by PitchBook, January 17, 2024

Замедление в сфере венчурного капитала в прошедшие два года происходило не только на американском рынке, но и в глобальном масштабе. Объем сделок в 2023 году составил менее 50% от общего объема сделок в 2021 году, вернувшись к уровням 2018-2020 годов.

Тем не менее, это не значит, что сейчас не время инвестировать в венчур – скорее, наоборот. Учитывая текущую динамику венчурной активности и низкие мультипликаторы, на рынке появляются интересные предложения – к примеру, приобрести акции частной компании с дисконтом около 30-60% к последней

оценке. Также ряд компаний, которым необходимо привлечь средства, готовы предложить специальные условия: гарантированную доходность за счет дополнительных акций компании в размере 1,5x-2,0x в случае привлечения нового раунда, продажи компании или выхода на IPO. Такие сделки доступны только в тяжелые времена, которые исторически являются лучшим моментом для инвестирования.

Среди наиболее перспективных направлений мы выделяем искусственный интеллект и машинное обучение (AI & ML), финтех, блокчейн, микрочипы, хранение

данных и облачные технологии, транспорт и логистику, космос, нейробиотех. В этих сферах мы ищем будущих чемпионов, акции которых можно купить на вторичном рынке или на новом инвестиционном раунде.

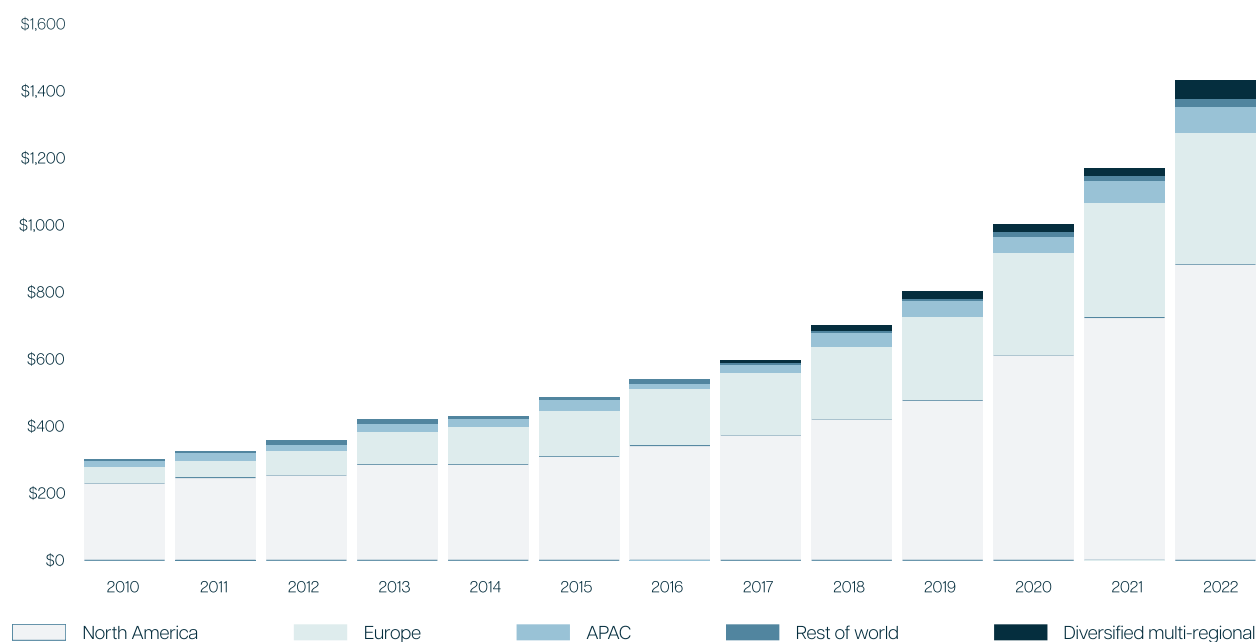
Private debt

В 2023 году рынок частного кредитования продолжил расти несмотря на высокие процентные ставки и неопре-

деленность с инфляцией. Напротив, сложившиеся жесткие финансовые условия и проблемы в банковском секторе вынудили банки снизить объемы кредитования, что стало драйвером для роста рынка частных займов. В 2024 году эксперты ожидают продолжение данного тренда и увеличение количества сделок.

РИСУНОК 24

Активы под управлением на рынке частного долга



ИСТОЧНИК:

BlackRock, Preqin. As of each calendar year-end.

Private debt – относительно молодой класс актива, в котором на сегодняшний день сосредоточено порядка \$1,6 трлн под управлением, что составляет около 12% от всего private markets. По прогнозам BlackRock, рынок частного долга вырастет до \$3,5 трлн AUM.

Текущие условия на рынке дают хорошую возможность зафиксировать высокую доходность, так как вслед

за снижением ставок со стороны мировых ЦБ вниз пойдут и доходности по частным займам.

Криптоактивы

Самый частый вопрос практически в каждой дискуссии: «Что такое крипта и зачем она нужна?». Крипта – это платежное средство, актив, идентифи-

катор пользователя в сети, право владения и голоса, а также новая финансовая система. Многие пытаются определить крипту путем подбора понятных и устоявшихся терминов, но получается это с трудом. Точно так же невозможно определить интернет с помощью

уже известных аналогий: что это – радио, газета или телевизор? Сравнение с интернетом здесь не случайно, так как крипта и блокчейн это еще и новый интернет – web3.

РИСУНОК 25

Web1 и web2 демократизировали информацию и публикацию. Web3 демократизирует владение

Era	WEB 1	WEB 2	WEB 3
Tool	Website	Post	Token
Unlocks	Information	Publishing	Ownership
	/read	/write	/own

источник:
a16z crypto

Разобраться во всем этом непросто даже регулятору. Несмотря на то, что попытки создать цифровые деньги уже предпринимались ранее, первым достиг успеха именно биткойн. Вопросов пока действительно очень много: явлению крипто всего 25 лет.

Криптоиндустрия находится на ранней стадии развития, поэтому еще до недавнего времени она в основном состояла из энтузиастов, разработчиков и венчурных капиталистов. В их число входят и подразделения глобальных корпораций, которые активно тестируют и запускают пилотные проекты. За столь короткое время криптоактивам удалось заслужить

статус нового класса и приковать к себе внимание миллионов инвесторов на триллионы долларов.

Что ждет рынок крипто в 2024 году

> Одобрение спотовых ETF

Одобрение Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC) спотового биржевого фонда (ETF) на Bitcoin в начале года – важнейшее событие для индустрии. Такой шаг будет способствовать притоку новых денег и росту цен. На топ-10 ETFs провайдеров США приходится \$7,5 трлн

активов под управлением. Таким образом, в игру включились институциональные инвесторы и их клиенты. Также в 2024 году многие ожидают одобрения спотовых ETFs на вторую в мире криптовалюту – Ethereum.

> Халвинг биткоина в апреле 2024

Халвинг биткоина, запланированный на апрель 2024 года, также является ожидаемым событием. Исторически это приводило к росту цен. Халвинг вдвое уменьшает вознаграждение майнеров за добычу (подтверждение транзакций), что снижает предложение новых монет, поступающих на рынок, так как менее эффективные майнеры уходят с рынка.

> Новые deep tech тренды

Переосмысливая предыдущий опыт, современные проекты стремятся предложить более инновационные технологии, способные решить трилемму блокчейна: «масштабируемость, безопасность, децентрализация». Согласно теории, блокчейн как децентрализованное хранилище данных одновременно может удовлетворять только двум из трех упомянутых выше свойств. Звучит как вызов для венчурных капиталистов. Поэтому сегодня мы видим такие deep tech тренды, как layer 2, решающий задачу масштабируемости, и zero knowledge (zk), решающий задачу безопасности. Также важными трендами являются технологии межсетевое взаимодействие, инфраструктурного обеспечения и стейкинга.

> Путь к массовому внедрению

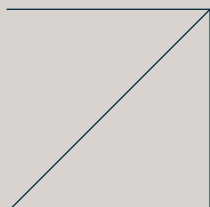
Среди блокчейн проектов существует негласная гонка – кто первым достигнет отметки в миллиард пользователей. Очевидно, что это будет блокчейн первого уровня (layer 1), так как он является фундаментом для создания экосистемы приложений (dApps) и других блокчейнов (layer 2), интегрированных с таким layer 1. Наш фаворит – Ethereum и его экосистема на базе Ethereum Virtual Machine (EVM). Если говорить про количество уникальных созданных адресов в EVM, их цифра уже близка к 1 млрд, но реальных пользователей в разы

меньше. В этой погоне можно выделить такие тренды, как игры (GameFi) и социальные сети (SocialFi) на блокчейне. Также большое значение будет иметь токенизация реальных активов (RWA). Но для привлечения заветного количества пользователей необходимо обеспечить более дружелюбный пользовательский опыт, понятное взаимодействие и безопасность.

> Усиление регулирования

Регулирование необходимо для безопасного массового использования криптоактивов, так как сейчас в индустрии немало мошенников, а большинство проектов и криптовалют имеют сомнительную репутацию и непонятное предназначение. Поэтому регулятор стремится как минимум классифицировать все сущности web3. Один из самых интересных вопросов – определение одних токенов как товаров, а других – как ценных бумаг. Но самыми громкими делами последних лет стали разбирательства с криптобиржами и компаниями, оказывающими услуги по работе с криптоактивами. Во многом из-за слабого регулирования и высоких рисков мы наблюдаем здесь доходности, которые измеряются иксами. Чем больше регулирования, тем более понятны правила игры и тем меньше доходность.

Токенизация поедает мир



Кирилл Шмидт

Независимый управляющий, инвестор

Ничто не объединяло так сильно Бразилию, Россию, Индию и Китай, как объем проданных инвестиционных продуктов с пометкой BRIC. Придуманный в 2001 году экономистом Goldman Sachs акроним позволил инвестбанкам привлечь огромное количество денег под идею того, что именно эти страны будут экономическими доминантами мировой экономики к 2050 году. Сегодняшний «герой» рынка – это ESG, инвестиционные принципы которого объяснить гораздо сложнее из-за огромного количества внутренних противоречий, но это не мешает привлекать под знамена этой аббревиатуры огромные капиталы.

Рынки всегда живут нарративами. Даже такие профессиональные и институционализированные, как классический фондовый рынок. Очевидно более ритейловый (пока) рынок криптовалют, конечно, не исключение. Достаточно вспомнить такие слова, как DeFi, NFT, Play-to-Earn или любимую сейчас всеми венчурными инвесторами аббревиатуру ZK, как у многих игроков этого рынка нахлынут яркие воспоминания об успешных и/или больших упущенных возможностях.

Одним из таких нарративов является RWAs (Real World Assets), подразумевающий перенос активов, существующих в «реальном мире» – таких как, например, недвижимость, ценные бумаги, предметы искусства и т. д. – из оффлайна на блокчейн. Будучи токенизированными, привычные нам активы приобретают новые свойства и теряют прошлые недостатки.

Одним из очевидных преимуществ токенизации должно стать увеличение доступности всех альтернативных классов активов, торговавшихся ранее только на закрытых и фрагментированных рынках, с высоким порогом входа и отсутствием ликвидности. По мнению Bain & Company это может привести к увеличению доли альтернативных инвестиций в портфелях состоятельных инвесторов с 5% до 20% и соответствующему притоку на этот рынок новых денег в размере \$12 трлн.

Резкое увеличение эффективности коснется не только такой экзотики, как предметы искусства и коллекционирования, драгоценные металлы, карбоновые кредиты, вина и прочее, но и таких классических классов активов, как недвижимость и ценные бумаги. Большинство транзакций с ценными бумагами до сих пор рассчитываются в режиме T+2, то есть в течение двух рабочих дней. Сделки и учет прав на токенизированные ценные бумаги могут осуществляться 24/7 в режиме моментальных расчетов.

По данным портала RWA.xyz, объем рынка токенизированных US Treasuries вырос за прошлый год примерно в 8 раз: со \$114 млн до \$857 млн. Да, это все еще ничтожная сумма в масштабе мирового финансового рынка, но это больше не исключительно «песочница криптовалютных максималистов» – текущим лидером этого рынка является компания Benji, принадлежащая одной из крупнейших УК в мире Franklin Templeton.

Снижение дисконта за отсутствие ликвидности само по себе должно привести к значительной переоценке рисков, а значит – и к росту рыночной стоимости всех существующих private markets активов. Но более интересно будет наблюдать за появлением принципиально новых классов инвестиционных продуктов, которых раньше просто не существовало.

Токенизация вызовет новый виток финансовой инженерии, способной существенно изменить сегодняшние рынки капитала. Например, отделение цифровых прав от прав на физический объект, как это делает компания Darabase для недвижимости или компания Zeitts для музейных экспонатов. Как частный собственник вы можете не хотеть продавать свое здание, или как государственный музей не имеете права продавать свои экспонаты в принципе, но вы, скорее всего, заинтересованы в дополнительной монетизации своих активов. В этом случае у вас появляется уникальная возможность создания деривативного актива – цифровых прав, покупатель которых сможет распоряжаться ими в цифровой среде, но при этом не будет иметь никаких прав на физический объект.

Второй пример – это создание рынка персональных данных и репутации. Компания Worldcoin, фаундером которой является CEO OpenAI Сэм Альтман, уже платит 25 токенов (примерно \$70 по текущему курсу) за право сканирования радужной оболочки ваших глаз.

Проект Reclaim создает решение, с помощью которого каждый сможет верифицировать любые свои достижения: от получения красного диплома в вузе до текущего рейтинга на Chess.com, что в конечном итоге позволяет создать более прозрачный рынок ценообразования на таланты.

Третий пример – это токенизация времени, таланта и экспертизы. Один из первых подобных проектов запустил Matthew Vernon, дизайнер, продавший в 2019 году 100 токенов \$BOI, каждый из которых представлял один час его работы. В дальнейшем эта идея развилась в эксперименты с продажей части общего дохода, получаемого конкретным человеком в будущем. Так, в 2020 году Alex Masmej продал токены \$ALEX, держатели которых могли рассчитывать на 15% всего его дохода, который он получит в течение следующих трех лет.

RWA не является новой концепцией – историю Real World Assets справедливо отсчитывать как минимум с 2014 года, когда был выпущен стейблкоин USDT, так как для обеспечения стабильности компания Tether Limited пообещала резервировать \$1 для под каждый выпущенный токен. В этом смысле USDT – это токенизированный фиатный доллар, существующий в реальном мире.

Динамика развития законодательства, технологий и приход сильных лоббистов в виде финансовых гигантов на этот рынок сегодня дает все основания полагать, что сегмент RWA будет одним из самых интересных на рынке криптовалют в ближайшие годы.

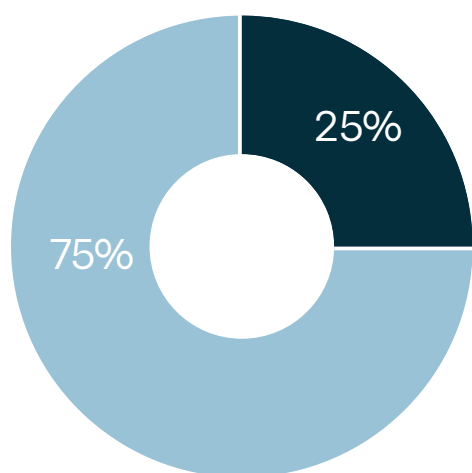
Модельные портфели

Геополитическая и макроэкономическая деформация приводит к изменениям в структуре портфелей российских инвесторов, которые по-прежнему хотят иметь широкую диверсификацию и доступ к активам по всему миру.

Россияне, проживающие за рубежом и имеющие иностранное налоговое резидентство, в меньшей степени обеспокоены вопросами финансовой инфраструктуры и доступа к глобальным активам. В портфелях таких инвесторов доля российского рынка если и осталась, то в основном для покрытия рублевых обязательств, обслуживания имущества в России, а также в качестве финансовых резервов.

РИСУНОК 26

Портфель российского инвестора, проживающего за рубежом

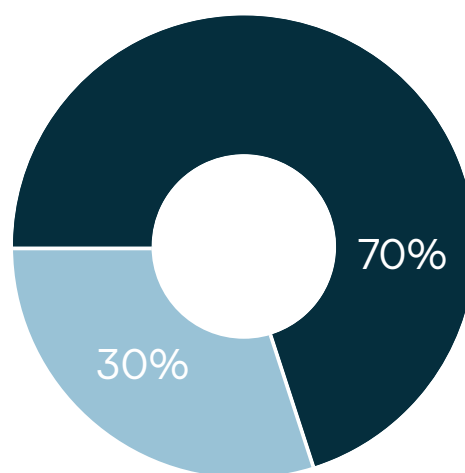


- Глобальный портфель
- Российский портфель

Для инвестора с российским налоговым резидентством рисков в международной финансовой цепочке существенно больше. Поэтому те, кто еще не решил вопрос с безопасной гаванью, но имеют зарубежный брокерский или банковский счет, значительно сократили аллокацию на глобальные активы.

РИСУНОК 27

Портфель российского инвестора, проживающего в России



- Глобальный портфель
- Российский портфель

источник: На основе опроса клиентов Skyfort

Каждый портфель индивидуален, но мы постарались собрать общую картину того, чем отличаются стратегии инвестирования в зависимости от основного источника дохода, и определить основные тезисы их управления.

РИСУНОК 28

Портфель владельца бизнеса

В портфелях владельцев бизнеса бумажная стоимость предприятия занимает непропорционально большую долю. Со временем доля других инструментов должна увеличиваться, чтобы снижать зависимость от основного источника дохода.

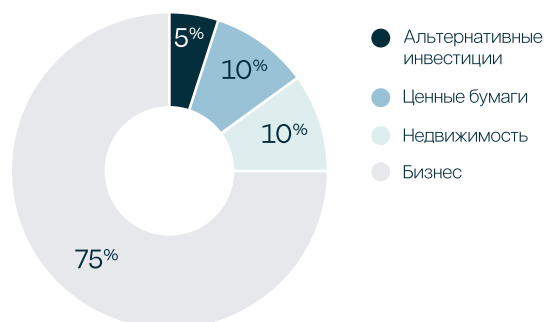


РИСУНОК 29

Портфель топ-менеджера

В портфелях топ-менеджеров преобладают ценные бумаги и недвижимость, поддерживая нужный баланс между текущим денежным потоком и ростом капитала. Однако для этой группы разброс вариантов портфелей самый широкий в зависимости от целей, толерантности к риску и инвестиционного горизонта.

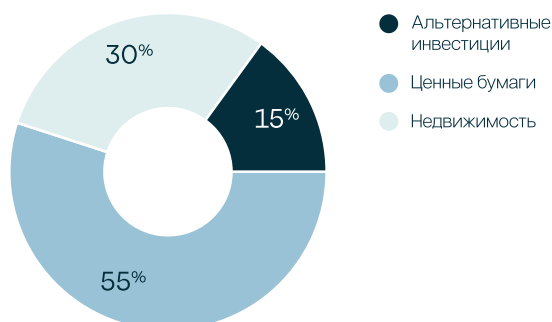
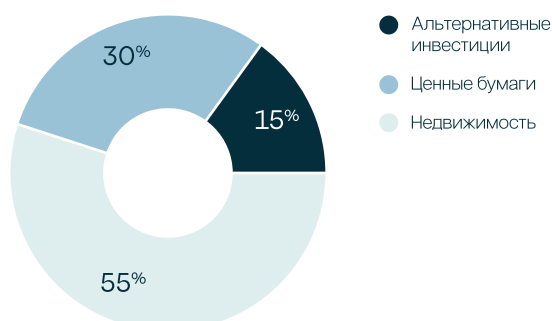


РИСУНОК 30

Портфель рантье

Портфель рантье – инвесторов, поддерживающий свой образ жизни за счет пассивных инвестиций, аллоцирован в большей степени на инструменты, генерирующие денежные потоки: недвижимость и fixed income. Тем не менее, доля акций и альтернативных инвестиций позволяет защититься от инфляции за счет роста капитала в долгосрочной перспективе.



Информация, размещенная в данном отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является вашей задачей.

ООО «КЭПИТАЛ БОРД» (ОГРН 1237700608309, ИНН 9704220707), действующее под брендом Skyfort, не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

