

11 сентября 2018

Периодическое издание

Ежедневный макроэкономический обзор

Доходность 2-летних UST достигла НОВЫХ МАКСИМУМОВ

По итогам августа темпы роста средней заработной платы в США достигли самого высокого уровня с 2009 г. (данные вышедшего в пятницу отчета Министерства труда), а уже в понедельник доходность 2-летних американских казначейских обязательств обновила многолетний максимум на уровне 2,72%. Многие другие инфляционные индикаторы также находятся на максимумах за последние десять лет. А учитывая по-прежнему высокие темпы роста американской экономики, все это говорит о том, что ждать, что ФРС США решит пересмотреть свои планы относительно дальнейшего повышения процентных ставок, не стоит. Кроме того, напомним, с октября темпы сокращения баланса ФРС должны вырасти до 50 млрд долл. в месяц.

Любопытно, что, вопреки росту доходностей краткосрочных трежерис доллар укрепляться не спешит. Индекс доллара консолидируется на достигнутых уровнях, а курс евро, похоже, нащупал прочную поддержку в районе 1,1500. Несмотря на продолжающееся торговое противостояние между Китаем и США, основные рынки акций начали неделю на умеренно позитивной ноте. Участники европейских рынков позитивно восприняли обещание итальянского коалиционного правительства придерживаться бюджетных правил ЕС, а также комментарии Мишеля Барнье, представителя ЕС на переговорах по Brexit, о том, что соглашение с Великобританией может быть готово в течение 6–8 недель. Между тем, с тех пор как новое итальянское правительство было приведено к присяге в начале мая этого года, отток портфельных инвестиций из итальянских активов превысил отток лета 2011 г., составив половину всего оттока, зафиксированного в ходе кризиса 2011–2012 гг. Как отмечается в [материале](#) института Bruegel, инвесторы становятся все менее и менее толерантными к политическим рискам.

Поддержку азиатским рынкам акций оказали сообщения о желании президента США Дональда Трампа вновь встретиться с руководством Северной Кореи. Это, впрочем, не помешало индексу Hang Seng опуститься в область медвежьего рынка, а курсу австралийского доллара, который часто рассматривается в качестве индикатора состояния торговли в Азии, упасть до 29-месячного минимума. В то же время цены на нефть остаются высокими, чему, вероятно, способствуют опасения по поводу возможных последствий урагана Флоренс.

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

Настоящий материал является переводом обзора [Global Macro Jottings – US 2 year yield at new high](#) от 11.09.2018.

Все цены в настоящем обзоре представлены по состоянию на 11.09.2018 (если не указано иное). Другая раскрываемая информация, включая данные по сертификатам аналитиков, содержится в разделе «Раскрытие информации» настоящего обзора. Дополнительную раскрываемую информацию, касающуюся компаний, которые упоминаются в настоящем обзоре, можно найти на веб-сайте <http://research.vtbcapital.com/ServicePages/Disclosures.aspx> (на английском языке).

В преддверии очередной годовщины банкротства Lehman Brothers, произошедшего 15 сентября 2008 г. (а также падения британского Northern Rock 14 сентября 2007 г.), появилось много публикаций, посвященных анализу пути, проделанного мировой экономикой и глобальной финансовой системой за прошедшие десять с небольшим лет. Профессор Джозеф Стиглиц, в частности, упоминает концепцию «бесконечной стагнации», популяризованную в свое время бывшим министром финансов США Ларри Саммерсом. По мнению Стиглица, популярность, которую данная теория получила среди представителей финансово-экономических властей ряда стран, была обусловлена тем, что она хорошо объясняла, почему им не удалось добиться быстрого восстановления экономики. Также Стиглиц отмечает, что, несмотря на непродуманность программы фискальной экспансии, реализуемой администрацией Трампа, она (программа) тем не менее доказывает, что при достаточной поддержке со стороны бюджетной политики достижение полной занятости возможно даже в условиях роста процентных ставок. Стиглиц утверждает, что администрация Барака Обамы в 2009 г. допустила серьезнейшую ошибку, не пойдя на реализацию более масштабной, более продолжительной, лучше структурированной и более гибкой программы фискального стимулирования экономики.

Правда, Стиглиц ничего не говорит о том, что в 2010 г. страны «большой двадцатки» на волне опасений по поводу европейского долгового и банковского кризиса приняли решение о необходимости некоторого ужесточения бюджетной политики. Предполагалось, что это поможет ограничить рост бюджетных дефицитов и государственного долга в процентном отношении к ВВП. Оборачиваясь назад, мы понимаем, что это было ошибкой, несмотря на то что, по утверждению некоторых экономистов, ужесточение фискальной политики в действительности имело стимулирующий эффект, поскольку сглаживало негативные для экономического роста последствия повышения процентных ставок и предотвращало эффект вытеснения частного сектора государственным. Непоследовательность бюджетной политики стран «большой двадцатки» едва ли могла способствовать повышению уверенности бизнеса и потребителей. Нет ничего удивительного в том, что следование идее «затягивания поясов», в то время проповедовавшейся во многих странах (прежде всего в еврозоне и Великобритании) привело к тому, что, несмотря на нулевые (или околонулевые) процентные ставки и программы количественного смягчения, мировая экономика так и не смогла выйти на траекторию уверенного и устойчивого роста. Как отмечает Стиглиц, последствия финансового кризиса оказались крайне тяжелыми в том числе и потому, что произошедшее в результате него масштабное перераспределение доходов и богатства в пользу наиболее состоятельной части населения отрицательно сказалось на динамике совокупного спроса. По мнению Стиглица, основной урок, который мы должны были усвоить благодаря кризису, заключается в том, что главные вызовы лежат не в экономической, а в политической плоскости. Нет никаких объективных препятствий, не позволяющих проводить экономическую политику, обеспечивающую полную занятость и (более) справедливое распределение богатства. Ларри Саммерс на это замечает, что тезис о «бесконечной стагнации» вовсе не является попыткой оправдания ошибочных решений. По его словам, в основе данной теории лежит представление о том, что для частного сектора экономики возвращение к полной занятости после кризиса может быть весьма проблематичным, что выводит на первый план государственную экономическую политику, особенно в бюджетной сфере.

Иного мнения придерживается присоединившийся к этой дискуссии профессор Роджер Фармер. По его словам, правильным ответом на кризис является не экспансионистская фискальная политика, а политика, направленная на восстановление стоимости частных активов. Его аргумент заключается в следующем: «бесконечная стагнация» возникает как следствие снижения ожиданий населения и бизнеса относительно будущей стоимости их активов. Фармер рассматривает ожидания в качестве нового независимого фундаментального фактора, определяющего долгосрочный равновесный

уровень безработицы, в связи с чем большое значение приобретает понимание факторов, влияющих на изменение уверенности экономических агентов.

Между тем есть и другая точка зрения, согласно которой в нынешних проблемах мировой экономики – по крайней мере частично – могут быть повинны те методы денежно-кредитной политики, которые ключевые центробанки использовали на протяжении последнего десятилетия. Реализация на протяжении длительного времени программ количественного смягчения и использование нулевых (и отрицательных) процентных ставок вполне способны заставить экономических агентов поверить, что в экономике по-прежнему что-то не так, а значит, «экстренные» меры монетарной политики действительно необходимы. В результате ожидания населения и бизнеса в отношении будущего уровня экономической активности снижаются, заставляя их откладывать либо вовсе отказываться от расходов и инвестиций. В последние годы мы видели достаточно примеров того, как американские корпорации, располагающие значительными запасами свободных денежных средств, направляли их не на приобретение производственных активов, а на выкуп собственных акций.

Также, по замечанию некоторых экономистов, посткризисное ужесточение регулирования, в особенности повышение нормативов достаточности капитала и ликвидности для банков, не способствовало увеличению балансов. Вместе с тем крупные банки по-прежнему существуют, и, как и раньше, их системообразующий статус делает экономику весьма чувствительной к их потенциальным проблемам. Это означает сохранение высокой концентрации риска внутри таких финансовых институтов, что особенно актуально для рынка деривативов, размеры которого также продолжают расти. По мнению J.P.Morgan, одной из составляющих следующего кризиса станут проблемы с ликвидностью, обусловленные рыночными трендами последних лет (в частности, ростом пассивных инвестиций). В то же время [Джеффри Снайдер](#) считает, что одной из главных причин неравномерного и неуверенного восстановления мировой экономики является неработоспособность основанной на долларе мировой финансовой системы и ее неподконтрольность ключевым центральным банкам.

Джим О'Нил, бывший председатель Goldman Sachs Asset Management, полагает, что в ближайшие годы дисбалансы в мировой экономике останутся источником экономических и политических рисков. По его мнению, последний финансовый кризис был спровоцирован дисбалансами внутри и между двумя крупнейшими экономиками, Китаем и США. Профицит текущего счета Китая на максимуме достигал 10% ВВП, что, естественно, не могло продолжаться долго. Сейчас его размер уменьшился, и одним из ключевых дисбалансов в мировой экономике является профицит текущего счета Германии. По словам О'Нила, если мы не вернемся к ситуации, когда получение бизнесом прибылей имеет реальную цель, вероятность повторения экономических, политических и социальных шоков останется неприемлемо высокой.

Между тем, как говорится, бизнес-циклы никто не отменял, и последний финансовый кризис, конечно, был далеко не последним. Его результатом стало значительное увеличение долга во всем мире, что делает мировую экономику крайне чувствительной к любым шокам процентных ставок. При этом для борьбы с будущим кризисом у финансово-экономических властей крупнейших стран почти не осталось инструментов – если, конечно, не исходить из того, что методов, «опробованных» на предыдущем кризисе, будет вполне достаточно.

Раскрытие информации

Важные сведения о раскрытии информации

Информация и мнения, содержащиеся в аналитических материалах ВТБ Капитал, подготовлены АО ВТБ Капитал. Для целей настоящего раздела, посвященного раскрытию информации, под ВТБ Капитал понимаются АО ВТБ Капитал, VTB Capital Plc и аффилированные с ними структуры.

ВТБ Капитал и/или аффилированные с ним организации, осуществляющие деятельность за пределами США, (собираемое название – "Группа ВТБ") находятся в деловых отношениях и стремятся к установлению таковых с компаниями, деятельность которых освещается в их аналитических обзорах. В связи с этим инвесторы должны осознавать возможность конфликта интересов, который может повлиять на объективность настоящего обзора. При принятии того или иного инвестиционного решения инвесторы должны руководствоваться комплексом факторов, а не только настоящим обзором.

Если эмитент, упомянутый в данном отчете, не включен в таблицу раскрытия информации, следует считать, что либо он не рассматривается в качестве компании, анализируемой «ВТБ Капитал», либо его упоминание считается несущественным, что означает, что он не является предметом исследования данного отчета.

Получить информацию в целях управления потенциальными конфликтами интересов в отношении компаний, являющихся предметом настоящего обзора, вы можете, письменно обратившись в офисы ВТБ Капитал, список которых представлен на последней странице.

Раскрытие информации об эмитенте (эмитентах)

Важные сведения о раскрытии информации и история рекомендаций в отношении акций, касающиеся компании (компаний), являющейся (являющихся) предметом настоящего обзора, представлены на веб-сайте <https://research.vtbcapital.com/ServicePages/Disclosures.aspx> (на английском языке).

Инвестиционные рейтинги

ВТБ Капитал использует трехступенчатую систему рекомендаций по акциям эмитентов, в отношении которых осуществляется аналитическое освещение деятельности: "Покупать", "Держать" или "Продавать".

ПОКУПАТЬ: прогнозная цена через 12 мес. превышает рыночную цену на 20% и более (на момент публикации).

ДЕРЖАТЬ: прогнозная цена через 12 мес. не ниже рыночной цены и не превышает ее более чем на 20% (на момент публикации).

ПРОДАВАТЬ: прогнозная цена через 12 мес. ниже рыночной цены (на момент публикации).

ОГРАНИЧЕНО: при определенных обстоятельствах ВТБ Капитал не может сообщить рекомендации по акциям эмитента в связи с положениями корпоративной политики и (или) нормативными ограничениями.

ПРИОСТАНОВЛЕНО: если в обозримом будущем планируется или ожидается публикация важных сведений об эмитенте, аналитик может приостановить рекомендацию соответствующего эмитента. Это означает, что аналитик пересматривает, но в настоящее время не изменяет ныне действующую рекомендацию в ожидании появления важной информации по компании.

При вынесении рекомендаций (например, краткосрочных торговых рекомендаций) «ВТБ Капитал» может использовать временные рамки, отличные от указанных выше. Рекомендации, вынесенные с использованием альтернативных временных рамок, могут отличаться от рейтингов, присвоенных в соответствии с описанной выше системой.

В таблице ниже представлено распределение инвестиционных рейтингов «ВТБ Капитал» согласно трехуровневой системы рекомендаций, описанной выше.

Распределение рекомендаций ВТБ Капитал

Распределение инвестиционных рейтингов		
Покупать	71	61%
Держать	28	24%
Продавать	9	8%
Ограничено	0	0%
Рейтинг не присвоен	0	0%
Пересматривается	8	7%
	116	

Распределение инвестиционных рейтингов по компаниям, являющимся клиентами ВТБ Капитал		
Покупать	15	68%
Держать	4	18%
Продавать	0	0%
Ограничено	0	0%
Рейтинг не присвоен	0	0%
Пересматривается	3	14%
	22	

Источник: ВТБ Капитал на основе данных по состоянию на 31 августа 2018 г.

Начиная с 10 апреля 2016 г. распределение рейтингов в приведенной выше таблице дано не по анализируемым компаниям, а по анализируемым финансовым инструментам. Соответственно, случаи вынесения рекомендаций в отношении более чем одного финансового инструмента одной компании учитываются отдельно. Этим объясняется увеличение общего количества рейтингов по сравнению с 29 февраля 2016 г. Перечень таких инструментов представлен здесь: DoubleRecPLC20180831.pdf.

Прогнозные цены

В качестве основной методики оценки справедливой и прогнозной цены акций аналитики ВТБ Капитал используют модель ДДП. Основным показателем является текущее значение справедливой стоимости предприятия (EV), которое получают на основе свободного денежного потока компании (FCFF), дисконтированного на постоянную величину индивидуального для компании значения средневзвешенной стоимости капитала (WACC).

Управление конфликтами интересов

Аналитические материалы ВТБ Капитал публикуются в соответствии с нашими положениями по управлению конфликтами интересов, представленными на веб-сайте:

<http://research.vtbcapital.com/ServicePages/Files/CoI+Arrangements+Research.pdf> (на английском языке).

Аналитический отдел ВТБ Капитал

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

Офисы ВТБ Капитал

АО ВТБ Капитал	VTB Capital plc	VTB Capital plc
123100, Россия, Москва Пресненская наб., д. 12 Башня Запад Комплекс Федерация Тел.: +7 495 960 9999 www.vtbcapital.com	14 Cornhill London EC3V 3ND Тел.: +44 (0) 20 3334 8000 Факс: +44 (0) 20 3334 8900 www.vtbcapital.com	9 Battery Road #27-01 Straits Trading Building Singapore 049910 Тел.: +65 6220 9422 Факс: +65 6225 0140 www.vtbcapital.com
VTB Capital Hong Kong Limited	VTB Capital Inc.	
Unit 2301, 23/F Cheung Kong Center 2 Queen's Road Central Hong Kong Тел.: +852 3195 3688 Факс: +852 3195 3699 www.vtbcapital.com	452 Fifth Avenue, 23rd Floor New York, NY 10018 Тел.: +1 646-527-6300 Факс: +1 646-527-6301 www.vtbcapital.com	

ВТБ Капитал и/или аффилированные с ним организации, осуществляющие деятельность за пределами США, (собираемое название – "Группа ВТБ") находятся в деловых отношениях и стремятся к установлению таковых с компаниями, деятельность которых освещается в их аналитических обзорах. В связи с этим инвесторы должны осознавать возможность конфликта интересов, который может повлиять на объективность настоящего обзора. При принятии того или иного инвестиционного решения инвесторы должны руководствоваться комплексом факторов, а не только настоящим обзором.

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

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

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

Распространение настоящего материала в США любой аффилированной компанией Группы ВТБ, помимо VTB Capital Inc: Группа ВТБ и/или ее аффилированные компании НЕ являются членами Корпорации по защите прав инвесторов в ценные бумаги (SIPC) и Управления по регулированию финансовой отрасли (FINRA) и не имеют регистрации при Комиссии по ценным бумагам и биржам США (US Securities and Exchange Commission). Настоящий материал предназначен исключительно для лиц, подпадающих под определение Крупного американского институционального инвестора (Major US Institutional Investor) в соответствии с Правилom 15a-6. Настоящий материал не является предложением или рекомендацией воспользоваться услугами ВТБ Капитал для проведения операций с какими-либо из упомянутых в настоящей публикации ценных бумаг.

В связи с распространением настоящей публикации в США через VTB Capital Inc. VTB Capital Inc, брокер-дилер, зарегистрированный в США, принимает на себя ответственность за данный Аналитический обзор и его распространение в США. Этот Аналитический обзор предназначен для распространения в США только среди определенных институциональных инвесторов из США. Клиентам из США, желающим провести операции с любым из Определенных инвестиционных инструментов, следует осуществлять их через квалифицированного сотрудника отдела продаж VTB Capital Inc. VTB Capital Inc является брокером-дилером, зарегистрированным при SEC, и членом FINRA. Никакая информация, содержащаяся в настоящей публикации, не ограничивает какую-либо обязанность или обязательство по отношению к клиенту, которые VTB Capital Inc несет в соответствии с любым применимым законодательством. Аналитик(и), подготовивший(е) данную публикацию, не является(являются) резидентом(ами) США и не связан(ы) с лицами или работниками любого брокера-дилера, подлежащего регулированию в США. Следовательно, на аналитика(ов) могут не распространяться ограничения и правила FINRA в отношении коммуникации с компанией, являющейся предметом обзора, публичных выступлений и торгов ценными бумагами, содержащимися на счете аналитика. По вопросам дополнительного раскрытия информации и статей о рекомендациях по ценным бумагам компаний, являющихся предметом данного отчета, обращайтесь в раздел Аналитика на сайте ВТБ Капитал: <http://research.vtbcapital.com/ServicePages/Disclosures.aspx> или к своему аналитику.

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

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