



2 декабря 2020

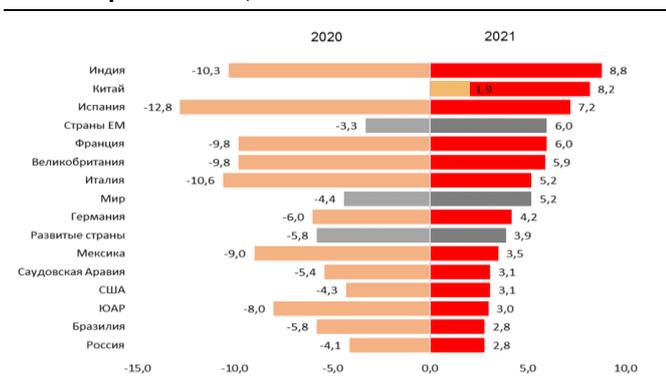
# РФ: прогноз на 2021

## Три темы будущего года

Следующий 2021г., как ожидается, будет годом восстановительного роста, даже если траектория восстановления все еще не ясна. Мы сохраняем наш осторожный прогноз роста ВВП на 2,5% г/г по трем причинам. Первая связана с планом правительства ужесточить бюджетную политику с целью снизить цену на нефть, балансирующую бюджет, с \$85/барр. до \$66/барр., тогда как перспективы дополнительного смягчения монетарной политики ограничены. Вторая причина заключается в том, что рост уровня безработицы может носить не только циклический, но и структурный характер, и мы осторожны в отношении восстановления реальных располагаемых доходов населения. Несмотря на то, что население более активно вовлекается в операции на финансовых рынках, эффект богатства весьма незначителен, тогда как расходы на обслуживание долгов будут нарастать. Наконец, хотя мы видим серьезный риск нестабильности курса в 1кв21, в целом по году мы ожидаем возврат рубля к диапазону своей фундаментальной стоимости 70-75 руб./\$, что ограничит конкурентные преимущества российских товаров.

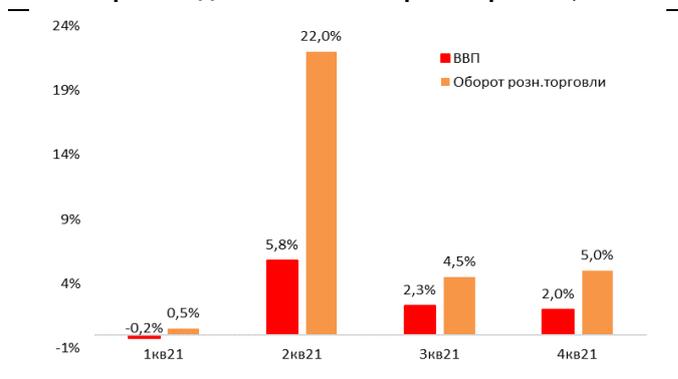
**Мы ожидаем умеренного роста ВВП на 2,5% г/г в 2021г.:** После экономического спада в 2020г. в будущем году можно рассчитывать на экономический рост: траектория восстановления экономики все еще не ясна, так как пандемия продолжит влиять на экономику в лучшем случае и в 1кв21, однако постепенное возвращение к нормальной жизни не вызывает сомнений. Россия проходила через кризис этого года в относительно хорошей форме – ВВП за 9М20 снизился на 3,5% г/г; спад ВВП по итогам всего года мы ожидаем на уровне 3,8-4,0% г/г. Преимущество умеренного спада, тем не менее, имеет и обратную сторону: оно задает и весьма умеренный потенциал догоняющего роста. По этой причине в рейтинге стран по показателю экономического роста в 2021г. Россия показывает весьма скромный результат – по прогнозам МВФ, рост российской экономики составит 2,8% г/г при сценарии снижения ВВП на 4,1% г/г в этом году (см Рис. 1); мы ожидаем еще более умеренные темпы роста (+2,5% г/г) по итогам 2021г, учитывая наш более оптимистичный прогноз спада по итогам этого года. Большое значение в прогнозе на будущий год играет результат за 2кв21, когда эффект базы будет особенно проявленным – мы прогнозируем рост ВВП на 5,8% г/г в 2кв21, что будет отражать всплеск роста оборота розничной торговли на 22% г/г (см Рис 2).

Рис. 1: Прогноз ВВП, % г/г в 2020г. и в 2021г.



Источники: МВФ, Альфа-Банк

Рис. 2: Прогноз динамики ВВП и розн.торговли, % г/г



Источник: Альфа-Банк

**Снижение цены на нефть, балансирующей бюджет, с \$85/барр. в этом году до \$66/барр. в 2021г. задает тон экономической политике на будущий год:** Одной из причин сохранения осторожного взгляда на рост РФ в 2021г. являются планы правительства по ужесточению бюджетной политики. Текущий год оказался нестандартным для бюджетной политики: цена на нефть, балансирующая бюджет, которая с 2014г. снижалась и достигла уровня \$49/барр. в 2018-2019гг., в 2020г., по нашим оценкам, составит \$85/барр. (при сценарии расходов на уровне 22,6 трлн руб. в этом году и за вычетом суммы сделки по Сбербанку из доходов бюджета). Это увеличение цены на нефть, балансирующей бюджет, на \$36/барр. почти на 90% было вызвано увеличением расходной части. В результате приоритетом бюджетной политики на 2021г. станет контроль над расходами. Правительство планирует сократить номинальные расходы на 5% г/г или на 1,1 трлн руб.; кроме того, будет предпринят ряд мер для увеличения доходов, в частности введет прогрессивную шкалу подоходного налога (15%-й налог на годовые доходы свыше 5 млн руб.) и увеличит НДС в металлургическом секторе. Впрочем, дополнительные бюджетные поступления от этих двух широко обсуждаемых мер будут небольшими – всего 60 млрд руб. ежегодно от каждой из них. Помимо этого, от завершения налоговых каникул бюджет в 2021г. получит еще примерно 500 млрд руб. дополнительных нефтефтяных доходов. В совокупности, как ожидается, увеличение нефтефтяных налоговых сборов даст бюджету дополнительно 1,0 трлн руб. в будущем году. Таким образом, цена на нефть, балансирующая бюджет, должна снизиться до \$66/барр. (см Рис. 3).

Аналитический отдел [research@alfabank.ru](mailto:research@alfabank.ru)

Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета. Инвесторы должны рассматривать данный отчет только как один из факторов при принятии своего инвестиционного решения. Для получения дополнительной информации об инвестиционно-банковских отношениях Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц, если таковые имеются, с компаниями, упомянутыми в настоящем отчете и относящейся к рейтинговой системе, методам оценки, сертификации аналитиков и потенциальному конфликту интересов Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц обратитесь к разделу «Информация» в конце данного отчета.

**Рис. 3: Цена на нефть, балансирующая бюджет, и бюджетные расходы, % г/г**



Источники: Минфин, Альфа-Банк

**Рис. 4: Продовольственная и непродовольственная инфляция, % г/г**

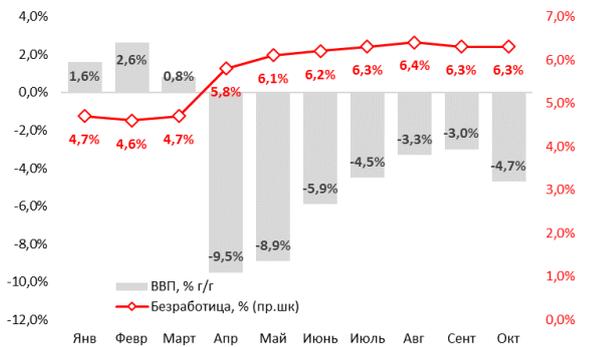


Источники: Росстат, Альфа-Банк

**Так как ЦБ сохранил ставку на уровне 4,25% в этом году, мы понижаем наш прогноз по инфляции до 3,2% на 2021г.:** Курс на ужесточение бюджетной политики будет означать сохранение мягкой монетарной политики. Это сочетается с комментариями главы ЦБ РФ, которая неоднократно указывала на то, что монетарная политика останется мягкой в 2021г., то есть номинальная ставка будет ниже нейтрального уровня 5-6%. Прогноз ЦБ по инфляции на 2021г. также остается на уровне 3,5-4,0%, то есть смещен в пользу дезинфляционного сценария, что предполагает дополнительные действия ЦБ по ставке. Учитывая все эти факты, мы по-прежнему считаем, что цикл понижения ставки не завершен. Скачок инфляции в последние месяцы, в результате которого рост цен и в продовольственном, и в непродовольственном сегментах превысил планку 4% г/г (см Рис. 4), мы связываем с растущим эффектом переноса: сильное давление на курс рубля в этом году, таким образом, повышает шансы того, что инфляция к концу в 2021г. будет ниже ориентира 4,0%. В то же время, поскольку годовая инфляция, как ожидается, ускорится до 5,0-5,5% г/г в 1кв21, мы не видим возможностей для понижения ставки вплоть до 2кв21 – заседания ЦБ 23 апреля или 11 июня могут рассматриваться как окно возможностей для понижения ставки, если дезинфляционные факторы проявятся. Ранее мы прогнозировали годовую инфляцию на 2021г. на уровне 3,4% при сценарии ключевой ставки на уровне 3,75%-4,0% в конце этого года; однако, так как ЦБ сохранил ставку выше этого уровня и, судя по всему, игнорирует дезинфляционные риски будущего года, мы понижаем наш прогноз по инфляции на 2021г. до 3,2% г/г. В данный момент мы сохраняем свои ожидания того, что дно снижения ставки может находиться на уровне 3,5%, однако возрастают шансы, что в следующем году этот уровень достигнут не будет.

**Ожидаем умеренный рост реальных располагаемых доходов на 2,0% г/г в 2021г.:** Наш осторожный взгляд на инфляционный тренд основывается на ожиданиях того, что восстановление реальных располагаемых доходов будет слабее официального прогноза их роста на 3% г/г в 2021г. Финансовое положение населения является второй важной темой 2021 года, определяющей контекст роста. Мы ожидаем, что реальные располагаемые доходы снизятся в 2020г. на 5,0% г/г, что ниже официального прогноза Минэкономразвития (-3,0% г/г); снижение реальных располагаемых доходов за 9М20 на уровне -4,3% г/г говорит в пользу нашего мнения. Кроме того, для нас стало негативным сюрпризом то, что несмотря на восстановление экономической активности безработица продемонстрировала лишь очень незначительное улучшение в 3кв20 (см Рис 5), что возможно указывает на то, что увеличение уровня безработицы является не только циклическим, но и структурным: рост этого индикатора уже может включать в себя некоторый эффект технологического сдвига, который сокращает спрос на труд, а также увеличение предложения на рынке труда как следствие более высокого уровня рождаемости в 2000г.. Таким образом, мы ожидаем, что реальные располагаемые доходы вырастут в лучшем случае на 2,0% г/г в 2021г., сохранив этот индикатор на уровне примерно -10% в сравнении с 2013г. (см Рис 6). Мы также полагаем, что уровень безработицы может сохраниться около 6,0% по итогам следующего года.

Рис. 5: ВВП, % г/г и уровень безработицы, %, 2020 г.



Источники: Минэко, Росстат, Альфа-Банк

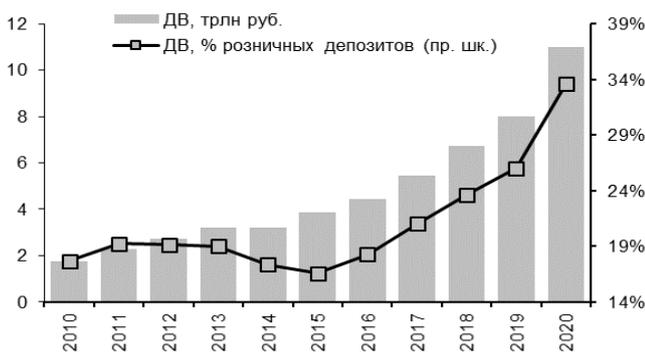
Рис. 6: Реальные располагаемые доходы, 2013=100, и уровень безработицы, %



Источники: Росстат, Альфа-банк

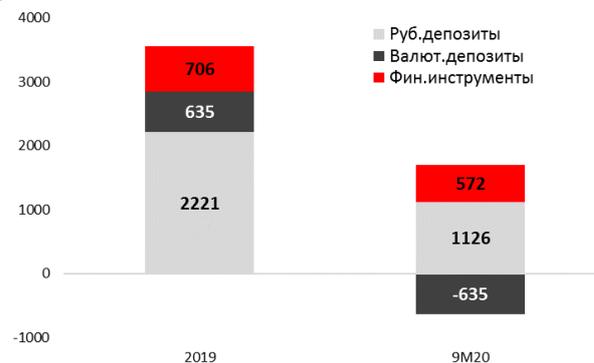
**По оценкам, доля населения, инвестирующая в финансовые рынки, может вырасти до 30% в ближайшие годы...** Следствием давления на доходы будет изменение финансового поведения домохозяйств. Российское население традиционно не отличалось высокой склонностью к риску: только 7% россиян инвестировало в финансовые рынки до сих пор против 25% в европейских странах и 50% – в Северной Америке. Тем не менее, конъюнктура низких процентных ставок и снижение доходов населения меняют эту ситуацию. Одним из важных трендов последнего года является более активное управление финансовыми сбережениями – с 2019г. российские домохозяйства демонстрировали рост спроса на финансовые инструменты. Одним из подтверждений этого тренда является рост доли счетов до востребования в розничном фондировании – по состоянию на сентябрь доля этих счетов подскочила до 34% совокупного розничного фондирования, являясь самым высоким уровнем с того момента, как мы начали отслеживать эти данные в 2010г. (см Рис 7), и отражая склонность населения к более активному перемещению своих средств. Во-вторых, количество клиентов паевых фондов выросло с 1,5 млн человек в 2016-2017гг. до 2,2 млн в 2020г. Третий момент связан с тем, что прямые вложения населения в финансовые рынки продолжают расти – по оценкам ЦБ, за 9М20 они составили 572 млрд руб. против 706 млрд руб. за весь 2019г. и это единственный сегмент сбережений домохозяйств, который не сократился в объеме в сравнении с прошлым годом (см Рис 8): за 9М20 примерно 50% прямых инвестиций граждан в финансовые инструменты пришлось на рынок акций, тогда как в 2019г. – только 5%. По оценкам, доля населения, инвестирующая в финансовые рынки, может вырасти до 30% в ближайшие годы. С другой стороны, так как инвестиции в финансовые рынки только начинаются, совокупный эффект богатства, вероятно, будет небольшим и несущественным для динамики потребления, то есть этот фактор не сможет значительно улучшить траекторию роста потребления и роста ВВП.

Рис. 7: Счета до востребования, трлн руб. и % всех розничных депозитов



Источники: ЦБ, Альфа-Банка

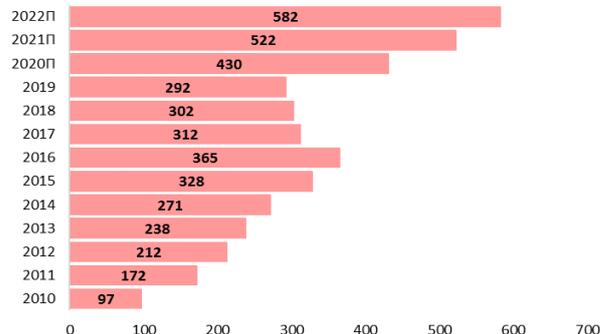
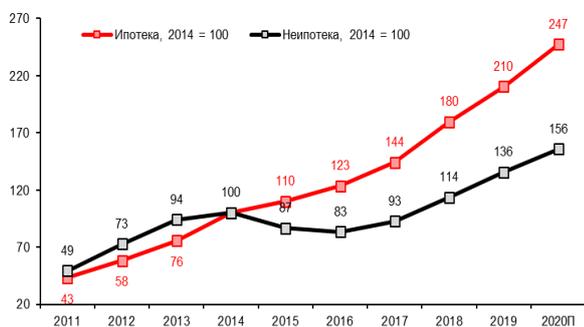
Рис. 8: Изменение сбережений населения по инструментам, млрд руб.



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

**...и также будет расти спрос на ипотеку, которую на данный момент имеют около 8 млн россиян:** С другой стороны, по оценкам ЦБ, после того, как порядка 8% домохозяйств полностью израсходовали свои сбережения с начала 2020г., сейчас только около половины домохозяйств имеют сбережения. Домохозяйства без сбережений или с ограниченными ресурсами скорее сосредоточатся на увеличении кредитного плеча: по оценкам регулятора, порядка 42 млн россиян сейчас имеют кредиты, включая 36 млн, имеющих кредиты в банках, в том числе 8,0 млн человек (6% населения РФ), имеющих ипотечные кредиты. Ипотечный сегмент был лидером роста в последние годы (см Рис 9) и сохраняет потенциал, который будет простимулирован снижением процентных ставок, а также увеличением программы материнского капитала: Пенсионный фонд России, как ожидается, может выдать до 430 млрд руб. материнского капитала в этом году и до 600 млрд руб. к 2022г. (см Рис 10).

Рис. 9: Рынок ипотечных и неипотечных кредитов РФ, 2014=100 | Рис. 10: Объемы выделенного маткапитала, млрд руб



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Источники: Данные Пенсионного Фонда РФ, Альфа-Банк

**Финансовый сектор и сектор недвижимости выглядят главными бенефициарами:** Предоставление материнского капитала является не только мерой социальной поддержки населения, но попыткой правительства изменить структуру российской экономики. По сути, если посмотреть на вклад секторов в структуру ВВП, видно, что запуск программы материнского капитала с 2010 г. играл и продолжает играть на пользу двух секторов экономики – финансового сектора и сектора недвижимости. Эти сегменты постепенно увеличивали свою долю в структуре российского ВВП, начиная с 2011 г. (см таб. 1), вытесняя долю сектора торговли, которая снизилась с 14,3% в 2К11 до 13,1% в 2К19 и 12,4% в 2К20. Действий правительства пока недостаточно, чтобы увеличить долю инвестиций в структуре ВВП, этот показатель по-прежнему остается ниже 23% ВВП в последние годы, однако это может быть связано со снижением корпоративных инвестиций; во всяком случае действия правительства по перенаправлению активности домохозяйств с потребления на инвестиционную активность выглядят успешными.

Таб. 1: Структура российского ВВП, пост. цены 2016 на 2 квартал каждого года

	2011	2013	2015	2016	2019	2020
С/х	2,6%	2,6%	2,9%	2,9%	2,7%	3,0%
Добыча	8,7%	8,6%	8,8%	9,0%	8,9%	8,5%
Обработка	12,3%	12,2%	11,8%	11,7%	12,2%	12,2%
Строит-во	5,7%	5,6%	5,1%	5,2%	4,9%	5,2%
Торговля	14,3%	14,2%	13,6%	13,2%	13,1%	12,4%
Транспорт	6,6%	6,4%	6,6%	6,7%	6,7%	5,9%
Финансы/страх	3,2%	3,8%	3,8%	4,1%	4,5%	5,2%
Недвиж-ть	8,9%	9,0%	9,5%	9,5%	9,5%	10,2%
Гос.управ.	7,1%	7,1%	7,3%	7,4%	7,4%	8,3%
Прочее	30,6%	30,6%	30,6%	30,2%	30,1%	29,1%

Источники: Росстат, Альфа-Банк

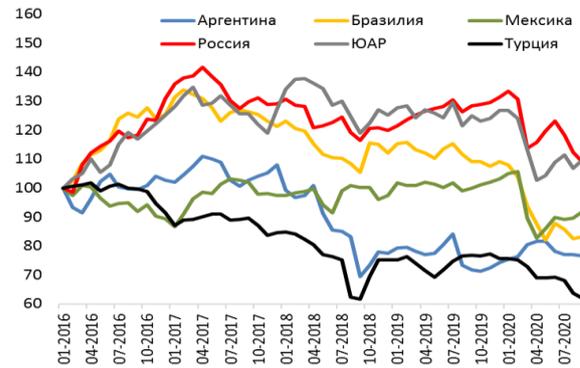
**Мы ожидаем, что курс рубля будет находиться под давлением в 1кв21...:** Третья важная тема 2021 г. – это внешняя конъюнктура, то есть динамика курса рубля. В этой связи мы хотим обратить внимание на наличие двух групп противоречивых факторов, которые будут оказывать влияние на валютный рынок в будущем году. Первая группа, которая, как мы считаем, будет определять этот тренд, это санкционный риск. Позиция нового президента США по санкционной повестке изначально выглядит достаточно жесткой: состав Сената, как ожидается, будет окончательно определен в самом начале января 2021 г., что определит возможные действия в поле санкционных мер. Таким образом, мы ожидаем, что курс рубля может вновь оказаться под сильным давлением в 1кв21, возможно, вернувшись к отметке 80 руб./\$. Вторая группа факторов, на которые делают ставку многие эксперты, может играть в пользу укрепления курса рубля – это смягчение монетарной политики во всем мире и глобальный рост аппетита к риску. Тем не менее, эти факторы не следует применять ко всем без исключения развивающимся рынкам. Важный момент, который следует иметь в виду в данном контексте, заключается в том, что номинальный курс рубля продемонстрировал одну из самых сильных динамик с 2016 г.: несмотря на волатильность, номинальная стоимость рубля сейчас очень близка к уровню января 2016 г. (см Рис 11), тогда как некоторые валюты, такие как турецкая лира и аргентинский песо с тех пор потеряли до 60% и 80% своей стоимости соответственно; это же наблюдение вполне подходит и в отношении динамики реального курса рубля (см Рис 12). Мы считаем, что международные инвесторы с большей вероятностью отдадут предпочтение наиболее недооцененным валютам и, следовательно, у рубля не очень много шансов на то, чтобы выиграть от сильного притока капитала.

Рис. 11: Номинальные курс валют ЕМ, 2016=100



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Рис. 10: Реальные эффективные курсы валют развивающихся рынков, 2016=100



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

...и мы по-прежнему ожидаем, что курс рубля к доллару составит 75 руб./\$ в конце этого года: Кроме взгляда международных инвесторов важным фактором для динамики рубля будет и то, до какой степени российское правительство будет готово согласиться с возможным укреплением курса рубля. В недавнем интервью первого заместителя председателя правительства Андрея Белоусова, а также в отчете о финансовой стабильности ЦБ, тема санкционные рисков открыто обозначается как серьезные фактор неопределенности. Такая риторика похожа на словесные интервенции, направленные на предотвращение укрепления курса рубля путем переключения внимания рынка на факторы риска. Помимо вербальных интервенций, в распоряжении российских властей имеется и два важных инструмента влияния на динамику курса рубля. Первый – это возобновление международного сообщения и восстановление уровня трат на международные поездки – в 2020 г. россияне сократили свои расходы на путешествия за границу примерно на \$30 млрд, эффект этого изменения можно считать эквивалентом снижению давления на курс на уровне 5 руб./\$. Второй инструмент – это импортозамещение, которое совсем не использовалось в 2020 г. – доля импорта в совокупной розничной торговле составила 39%, тогда как в продовольственном сегменте она осталась на уровне 27%, обе цифры сопоставимы с уровнем прошлого года. В целом мы считаем, что смягчение монетарной политики в мире и рост аппетита к риску скорее помогут ограничить риски ослабления курса рубля; если риски укрепления курса рубля станут слишком значительным, то тогда лучше рассчитывать на более активные действия российского правительства. В целом, мы подтверждаем наше мнение о том, что после турбулентного 1кв21г. курс рубля может вернуться к своему диапазону фундаментальной стоимости 70-75 руб./\$ и ожидаем 75 руб./\$ в конце 2021 г.



**Альфа-Банк** **Рынок акций**  
Проспект Академика Сахарова 12 Москва, Россия 107078  
+7 (495) 795-3712  
**Начальник дирекции Ценных бумаг** Михаил Грачев  
+7 (495) 7857404 [mgrachev@alfabank.ru](mailto:mgrachev@alfabank.ru)  
**Начальник управления Акции** Константин Шапшаров  
+7 (495) 228 8828 [kshapsharov@alfabank.ru](mailto:kshapsharov@alfabank.ru)

#### Аналитический отдел

+7 (495) 795-3676

##### Начальник отдела

Борис Красноженов [bkrasnozhenov@alfabank.ru](mailto:bkrasnozhenov@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3612

##### Макроэкономика

Наталья Орлова, Ph.D. [norlova@alfabank.ru](mailto:norlova@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3677

Анна Киюцевская [AKiyutsevskaya@alfabank.ru](mailto:AKiyutsevskaya@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 3071)

##### Стратегия

Джон Волш [jwalsh@alfabank.ru](mailto:jwalsh@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 8238)

##### Металлы и горная добыча

Борис Красноженов [bkrasnozhenov@alfabank.ru](mailto:bkrasnozhenov@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3612

Юля Толстых [yatolstyh@alfabank.ru](mailto:yatolstyh@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 8681)

##### Радмир Фаттахов

[rifattakhov@alfabank.ru](mailto:rifattakhov@alfabank.ru)  
+7 (499) 923 6697 (доб. 8380)

##### Нефть и Газ

Никита Блохин [NBlokhin2@alfabank.ru](mailto:NBlokhin2@alfabank.ru)  
+7 (499) 923 6697 (доб. 8037)

#### Торговые операции и продажи (Москва)

+7 (495) 223-5500

##### Международные продажи

Александр Зоров [azorov@alfabank.ru](mailto:azorov@alfabank.ru)  
+7 (495) 745-5621

Светлана Голодинкина [sgolodinkina@alfabank.ru](mailto:sgolodinkina@alfabank.ru)  
+7 (495) 785-7416

##### Торговые операции

Артем Белобров [abelobrov@alfabank.ru](mailto:abelobrov@alfabank.ru)  
+7 (495) 785-7414

##### РЕПО

Вячеслав Савицкий [vsavitskiy@alfabank.ru](mailto:vsavitskiy@alfabank.ru)

##### Олег Морозов

[omorozov@alfabank.ru](mailto:omorozov@alfabank.ru)  
+7 (495) 783-5101

#### Потребительский

Евгений Кипнис [ekipnis@alfabank.ru](mailto:ekipnis@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3713

Олеся Воробьева [oovorobyeva@alfabank.ru](mailto:oovorobyeva@alfabank.ru)  
+7 (499) 681-3075

#### Финансы

Евгений Кипнис [ekipnis@alfabank.ru](mailto:ekipnis@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3713

#### TMT, Сельское хоз-во

Анна Курбатова [akurbatova@alfabank.ru](mailto:akurbatova@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3740

Олеся Воробьева [oovorobyeva@alfabank.ru](mailto:oovorobyeva@alfabank.ru)  
+7 (499) 681-3075

София Сыроватская [SSyrovatskaya@alfabank.ru](mailto:SSyrovatskaya@alfabank.ru)  
+7 (499) 681-3075

#### Перевод

Анна Мартынова [amartynova@alfabank.ru](mailto:amartynova@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3676

#### Спец. по данным/Аналитик

Денис Дорофеев [didorofeev@alfabank.ru](mailto:didorofeev@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 8086)

#### Альфа Директ

+7 (495) 795-3680

##### Директор

Сергей Рыбаков [srybakov@alfabank.ru](mailto:srybakov@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3680

##### Аналитический отдел

Алан Казиев [akaziev@alfabank.ru](mailto:akaziev@alfabank.ru)  
+7 (495) 974-2515 (доб. 8568)

Елизавета Наумова [enaumova@alfabank.ru](mailto:enaumova@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3680 (доб. 8806)

##### Продажи

Ирина Фадеева [ikfadeeva@alfabank.ru](mailto:ikfadeeva@alfabank.ru)  
+7 (495) 974-2515 (доб. 8328)

Валерий Кремнев [vkremnev@alfabank.ru](mailto:vkremnev@alfabank.ru)  
+7 (499) 215-9009

Ольга Бабина [obabina@alfabank.ru](mailto:obabina@alfabank.ru)  
+7 (495) 974-2515 (доб. 4092)

© Альфа-Банк, 2020 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными и Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает за верен и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своим финансовым и консультантам и риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах: Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующим законами, и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.