

8 декабря 2023

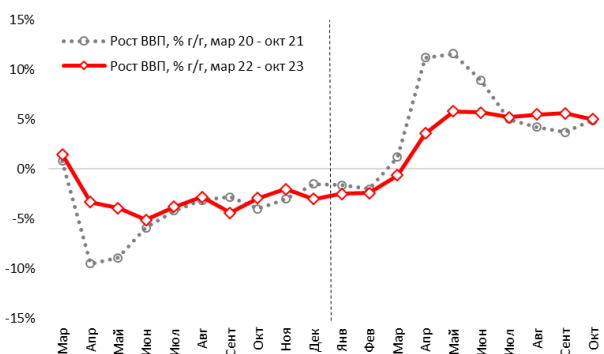
Прогноз 2024

Преодолевающая инфляционный контекст

На пороге 2024 года Россия сталкивается с целым рядом инфляционных рисков краткосрочного и долгосрочного характера. К долгосрочным относятся демографические ограничения, которые транслируются через исторически низкий уровень безработицы в 2,9%, и структурное смягчение бюджетного правила; к краткосрочным – перегрев рынка кредитования и ослабление рубля. По нашим ожиданиям, ключевая процентная ставка сохранится выше 10% в 2024 г.; хорошая новость заключается в том, что рост реальных доходов населения и высокие прибыли компаний помогут смягчить кредитные риски.

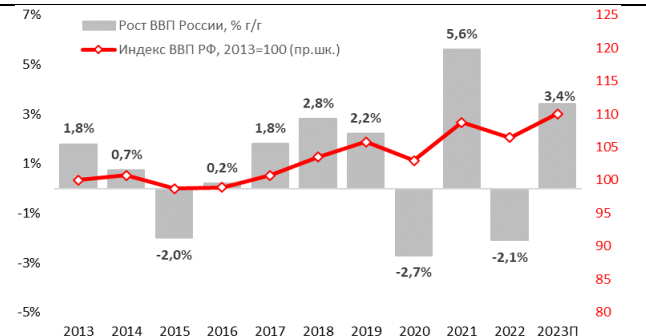
ВВП может вырасти на 3,4% г/г в 2023 году: Цифра роста ВВП по итогам 2023 года превзошла большинство оптимистичных ожиданий. За опережающим ожидания ростом стоят два важных фактора: во-первых, это бюджетная политика, которая оставалась стимулирующей в конце 2022 - начале 2023 гг., что дало толчок экономическому восстановлению в начале 2023 года, во-вторых, слабый эффект торговых санкций, в частности, бурно обсуждавшиеся, но слабо сработавшие ограничения на экспорт российских нефтепродуктов. Траектория роста ВВП в 2023 г. опережает темпы восстановления в 2021 г. (см Рис. 1). Мы ожидаем, что ВВП вырастет на 3,4% г/г по итогам 2023 г., учитывая рост ВВП на 5,5% г/г в 3К23 и на 2,9% г/г по итогам 9М23. Таким образом, российский ВВП превысит уровень 2021 г. (см Рис. 2).

Рис. 1: Помесячный рост ВВП РФ, % г/г



Источники: Минэко, Альфа-Банк

Рис. 2: Рост годового ВВП РФ, % г/г и 2013=100



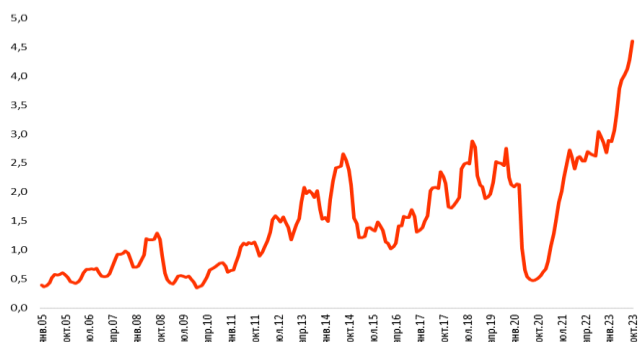
Источники: Росстат, Альфа-Банк

Жесткий рынок труда – главная тема экономической повестки 2023-2024 гг.: Умеренное снижение экономики на 2,1% в 2022 г. и быстрое восстановление в 2023 г. спровоцировали усиление дефицита на рынке труда, который стал главным ограничением с точки зрения перспектив роста к середине 2023 г. и серьезным источником инфляционных рисков. Мы наблюдаем множество сигналов жесткости рынка труда: безработица достигла исторического минимума 3,0% к июлю 2023 г., оставалась на этом уровне в 3К23 и опустилась до нового исторического минимума 2,9% в октябре; на одного зарегистрированного безработного сейчас приходится 4,6 открытых вакансий (см Рис. 3), это самое высокое значение с 2000 г. Другой иллюстрацией дефицита кадров является тот факт, что у российских крупных и средних компаний сейчас не заполнено 7% имеющихся вакансий – это также самый высокий показатель с 2000 г. (см Рис. 4). Основываясь на опросах ЦБ РФ, примерно 60% компаний сообщили о дефиците персонала в 3К23, и 75% опрошенных компаний повысили зарплаты за 9М23. Рост дефицита рабочей силы позитивно коррелирует с повышением зарплат (см Рис. 5): отрасли, не требующие высококвалифицированного персонала – торговый сектор, к примеру – показывают незначительный рост расходов на оплату труда, тогда как компании обрабатывающей промышленности и сектор машиностроения вынуждены сильнее наращивать зарплаты. Цифры впечатляют: в обрабатывающей промышленности и машиностроении компании сообщили о росте зарплат в номинальном выражении на 18-19% г/г за 9М23. Неудивительно, что реальные располагаемые доходы населения выросли на 4,8% г/г за 9М23, т.е. почти вернулись на уровень 2013 г.; зарплаты в реальном выражении выросли на 7,4% г/г за 9М23 и по итогам года на 25% превысят уровень 2013 г. (см Рис. 6). Благоприятная ситуация с доходами населения – позитивная новость с точки зрения финансовой стабильности домохозяйств, однако в этом кроется потенциальная причина инфляционных рисков и высоких расходов в корпоративном секторе.

Аналитический отдел research@alfabank.ru

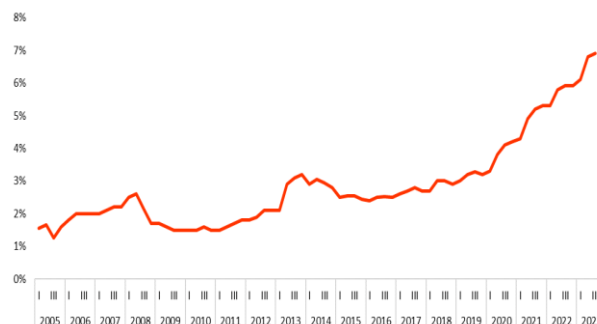
Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета. 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: Количество открытых вакансий в расчете на одного зарег. безработного



Источники: Росстат, Альфа-Банк

Рис. 4: Открытые вакансии, % от имеющихся вакансий крупных и средних предприятий



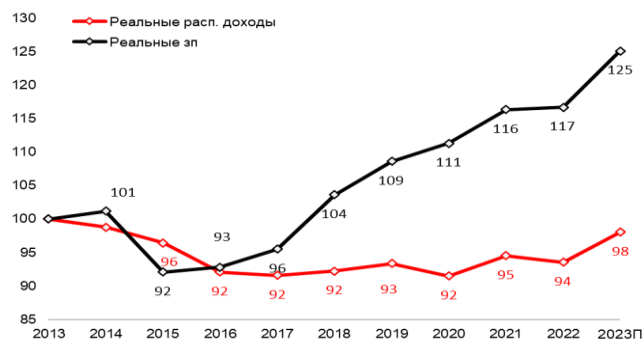
Источники: Росстат, Альфа-Банк

Рис. 5: Рост номинальных зарплат за 9М23, % г/г и доля компаний с дефицитом кадров в августе 2023 г., %



Источники: Росстат, ЦБ РФ, Альфа-Банк

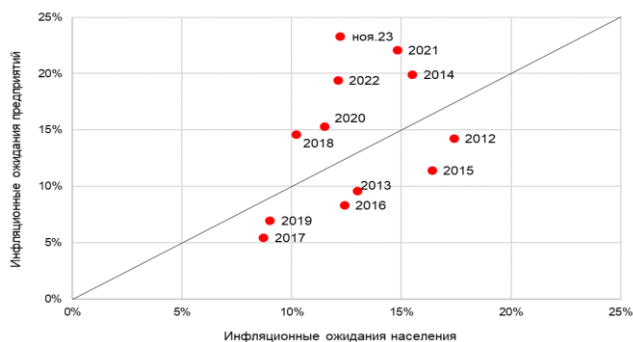
Рис. 6: Динамика реальных располагаемых доходов в РФ и зарплат в реальном выражении, 2013 = 100



Источники: Росстат, Альфа-Банк

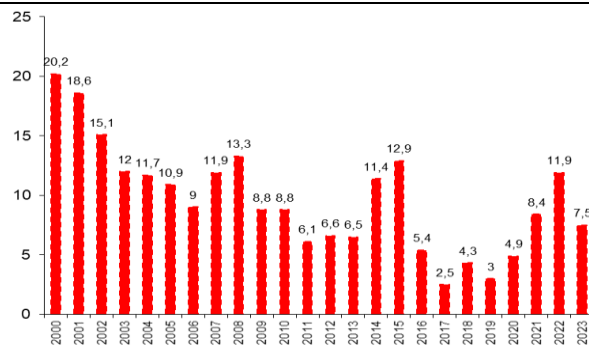
Инфляция выше цели ЦБ РФ четвертый год подряд: Сочетание быстрого роста экономики и жесткого рынка труда привело к существенному ускорению инфляции в 2П23. Замедлившись до 2-3% г/г в 2К23, рост цен летом начал ускоряться и составил 7,5 % на конец ноября 2023 г., что соответствует верхней границе последнего прогнозного диапазона по инфляции ЦБ РФ в 7,0-7,5% на 2023 г. Скачок инфляции, судя по всему, связан скорее с очень сильным давлением издержек на российских производителей, чем с опережающей ожидания динамикой спроса. Одной из иллюстраций этой ситуации является тот факт, что инфляционные ожидания корпоративного сектора сейчас находятся на исторических максимумах, в то время как инфляционные ожидания домохозяйств сопоставимы со средними уровнями прошлых лет (см Рис. 7). Этот год будет уже четвертым подряд, когда инфляция отклоняется от цели ЦБ РФ (см Рис. 8), и это объясняет жесткость риторики ЦБ РФ.

Рис. 7: Инфляционные ожидания населения и компаний, %



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк
 *Инфляционные ожидания компаний измеряются как баланс ответов на вопрос об ожидаемом изменении отпускных цен в ближайшие 3 месяца.

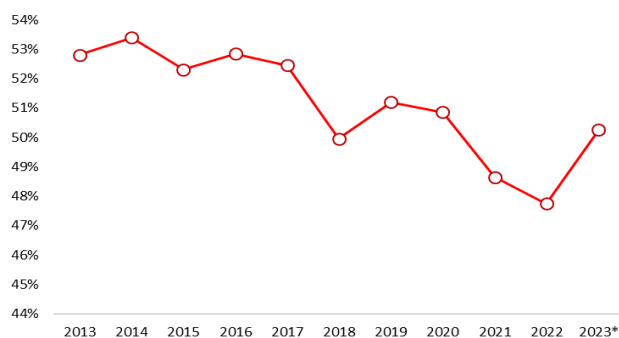
Рис. 8: Годовая инфляция в РФ, % г/г



Источники: Росстат, Альфа-Банк

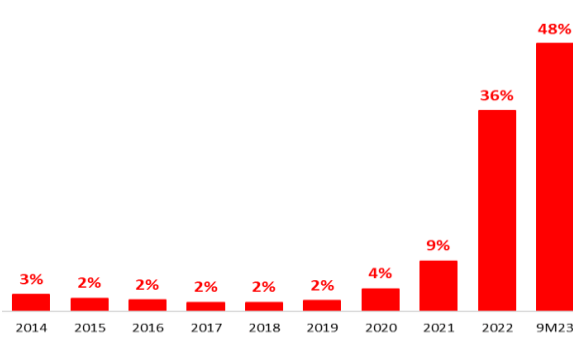
Доля потребления в ВВП на уровне 50%: Хотя мы обеспокоены влиянием роста оплаты труда на поведение компаний, нам представляется, что важным инфляционным риском является вопрос скорости восстановления потребления. Показатель потребления домохозяйств к ВВП (см Рис. 9) опустился до минимума в 48% в 2022 г. с 53% в 2013-2017 гг.; он показал быстрое восстановление в 1П23, но сейчас остается на относительно невысоком уровне 50%. В отличие от предыдущего периода, когда снижение уровня потребления сочеталось со стагнацией доходов, сейчас мы связываем сдержанную склонность населения к потреблению с изменением потребительского поведения. Несмотря на продолжающийся рост доходов, доля населения, которая отказалась от дорогостоящих покупок, выросла до 41% в 3К23 против 37% в 2К23; при этом оборот розничной торговли в продовольственном сегменте сейчас на 1% выше уровня 2021 г., а в непродовольственном сегменте он на 2% ниже аналогичного показателя. Возможным объяснением этого является неготовность домохозяйств переходить на новые бренды. При этом, в ряде сегментов все же заметно продвижение новых импортных товаров – важным примером является авторынок, где доля китайских автомобилей подскочила с 2-3% от совокупных продаж новых машин в 2019-2021 гг. до 48% за 9М23 (см Рис. 10); при этом 30% всего таксопарка РФ сейчас уже приходится на автомобили китайских производителей.

Рис. 9: Потребление домохозяйств, % ВВП



Источники: Росстат, Альфа-Банк
 *2023 год рассчитан на основе доступных данных за последние 4 квартала (3К22-2К23)

Рис. 10: Доля китайских брендов в продажах новых машин на авторынке РФ, %



Источники: Автостат, Альфа-Банк

Повышение ключевой процентной ставки сейчас поддерживает рост склонности к сбережениям: Важный позитивный тренд 2022-2023 гг., ставший оборотной стороной умеренного потребления, – это относительно высокая склонность населения к сбережениям. Первоначально в 2022 г. мы связывали повышение показателя нормы сбережений с высоким уровнем неопределенности, однако с учетом недавнего роста ставки сейчас мы ожидаем, что склонность к сберегательному поведению останется высокой. По нашим оценкам, показатель нормы сбережений, рассчитанный как доля трудовых доходов, составит 20% в 2023 г. и 18% в 2024 г. против 17% в 2022 г. (см Таб. 1). В своих расчетах мы вывели пять компонентов финансовых операций домохозяйств – изменение объемов наличных денежных средств, изменение объемов депозитов в российских банках, переводы на счета за границу, приток средств в ценные бумаги и инвестиции в недвижимость (приток средств на эскроу счета). Предпочтения

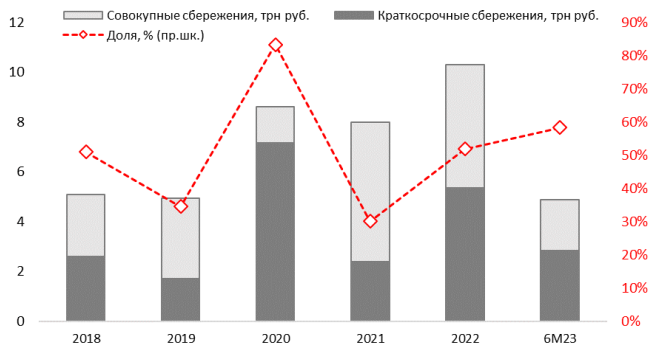
к хранению наличных постепенно снижаются в 2023 г., а примерно половина сбережений в 2023 г. направляется на депозиты в российских банках. В 2024 г. мы ожидаем, что спрос на банковские депозиты сохранится на высоком уровне. При этом нам кажется важным уделять внимание и вопросу срочности формируемых сбережений. К примеру, в данный момент домохозяйства предпочитают краткосрочные депозиты, которые пока еще без труда могут быть конвертированы в потребление. По этой причине мы считаем целесообразным мониторить склонность к краткосрочным сбережениям по двум параметрам. Во-первых, это изменение объемов наличных и текущих счетов в структуре сбережений домохозяйств – в 2022 г. и в 1П23 население направляло в эти инструменты 50-60% своих текущих сбережений, что значимо превышало уровень 2021 г. (см Рис. 11). Во-вторых, это доля текущих счетов в совокупном объеме розничных депозитов – она по-прежнему близка к рекордно высокому уровню в 40% (см Рис. 12). В целом, наш базовый сценарий предусматривает, что склонность к сбережениям сохранится на высоком уровне.

Таб. 1. Норма сбережений населения, % трудового дохода, 6-месячное скользящее среднее

	2018	2019	2020	2021	2022	2023П	2024П
Норма сбережений по инструментам:	12%	11%	19%	15%	17%	20%	18%
...наличные	4%	1%	8%	2%	6%	3%	3%
...депозиты в российских банках	4%	7%	2%	3%	3%	9%	10%
...переводы за границу	1%	0%	1%	1%	4%	2%	2%
...ценные бумаги	2%	2%	4%	5%	3%	2%	2%
...эскроу счета	0%	0%	2%	4%	2%	2%	2%

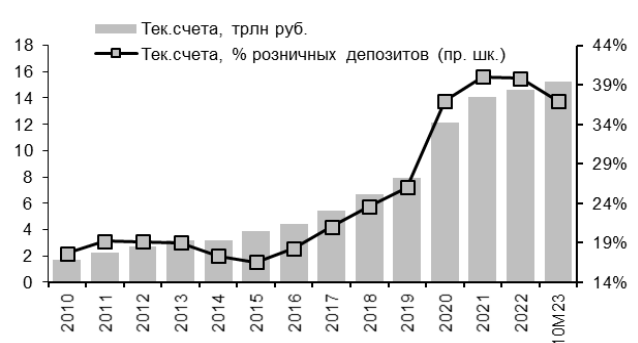
Источники: ЦБ РФ, Росстат, Альфа-Банк

Рис. 11: Совокупные сбережения, трлн руб. и краткосрочные сбережения (денежные средства и текущие счета), трлн руб. и % совокупных сбережений



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

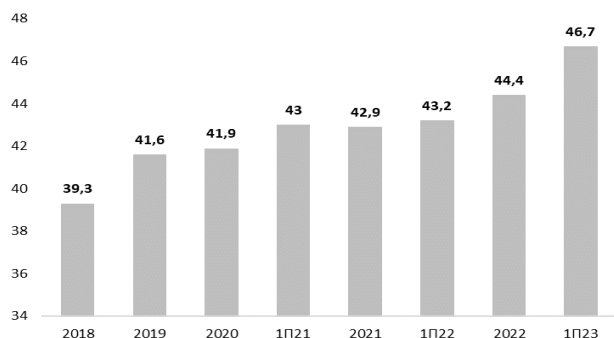
Рис. 12: Текущие счета, трлн руб. и % розничных вкладов



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

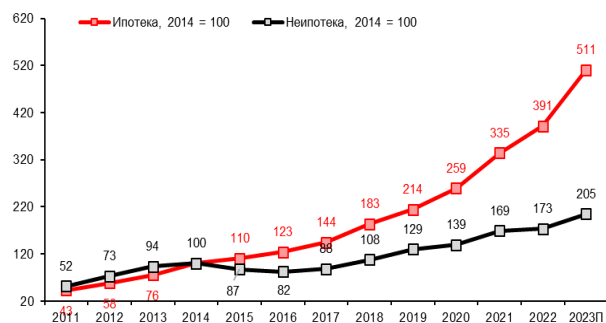
Количество заемщиков выросло до 2,3 млн чел. в 1П23.... Складывается впечатление, что рост инфляционных ожиданий в 2023 г. скорее стимулировал спрос на кредиты, а не рост потребления. В 1П23 количество розничных заемщиков выросло на 2,3 млн человек до 46,7 млн, что сопоставимо с цифрой роста за весь 2019 г. (см Рис. 13); при этом порядка 11 млн заемщиков сейчас обслуживают три и более кредитов, и именно эта группа заемщиков обеспечила рост кредитного портфеля в 1П23. Как и в предыдущие годы, драйвером роста кредитов оставался ипотечный сегмент – он рос темпом 30% г/г против 18% г/г неипотечного кредитования (см Рис. 14). С другой стороны, ипотечный сегмент в большой степени поддерживается государством – на государственные ипотечные программы приходится 50% всех выдач ипотечных кредитов российскими банками, а после недавнего скачка ключевой ставки доля льготных программ в выдаче ипотеки подскочила до 70% (см Рис. 15). Правительство медленно реагирует на проблему перегрева, так как до недавнего времени внимание было сосредоточено на необходимости поддерживать строительный сектор – продажи новых квартир оставались на низком уровне 30% всех новых квартир и начали расти только в последние месяцы (см Рис. 16).

Рис. 13: Количество розничных заемщиков, млн человек



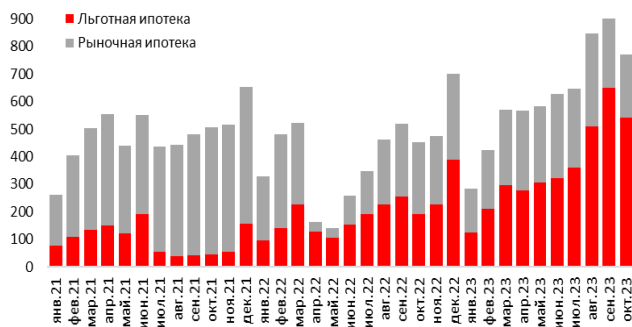
Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Рис. 14: Динамика ипотечного и неипотечного кредитования, 2014 = 100



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Рис. 15: Выдачи ипотечных кредитов, млрд руб.



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

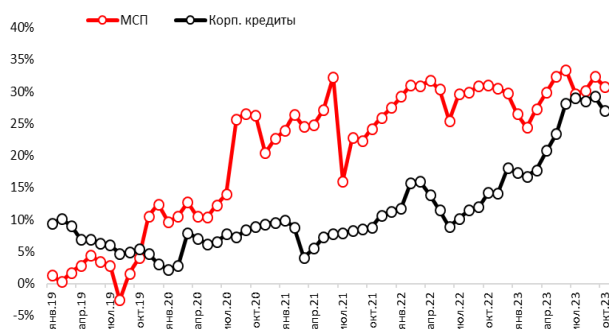
Рис. 16: Проданные и непроданные объемы жилых площадей, % от объема новостроек



Источники: ДОМ.РФ, Альфа-Банк

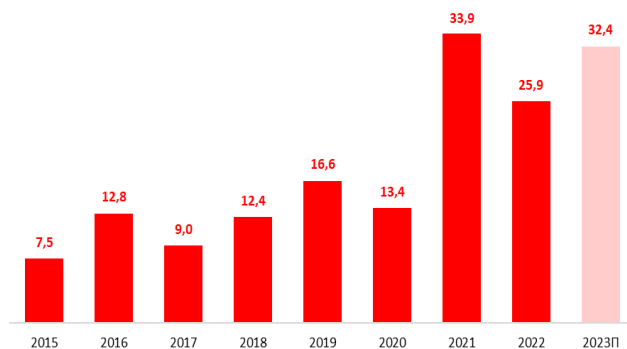
...и рост корпоративного кредитования подскочил до 25-30% г/г: По аналогии с ростом розничных кредитов корпоративный сегмент также демонстрировал очень быстрый рост в 2023 г. Самый сильный рост наблюдался у предприятий МСП, меньше других пострадавших от санкционного давления – в этом сегменте рост кредитов сохранялся на уровне 30% третий год подряд. С другой стороны, даже сегмент крупных компаний сейчас демонстрирует рост кредитов на 27-29% г/г, начав восстанавливаться с 1К23 (см Рис. 17). В начале года подобная динамика кредитов в этом сегменте объяснялась заменой внешнего долга, и рост кредитной активности не воспринимался как проблема. Тем не менее, поскольку рост корпоративных кредитов не замедлился по состоянию на ноябрь 2023 года, этот сегмент сейчас привлекает внимание ЦБ РФ. Тем не менее мы считаем, что качество кредитов не станет проблемой в 2024 году – в части розничного кредитования финансовое положение российских домохозяйств защищает низкая безработица и быстрое восстановление доходов; а сальдированный финансовый результат компаний вернулся к уровню 2021 г. (см Рис. 18), также обеспечив устойчивое финансовое положение корпоративных клиентов.

Рис. 17: Динамика корпоративного кредитования и МСП, % г/г



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

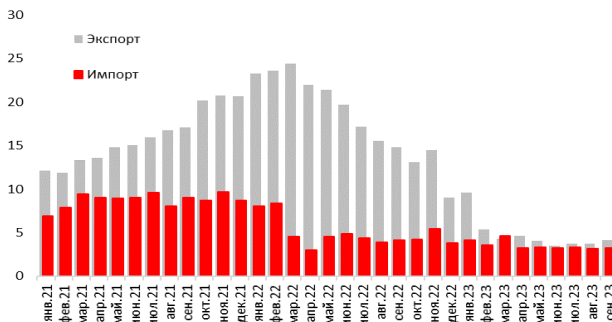
Рис. 18: Сальдированный финансовый результат организаций, трлн руб.



Источники: Росстат, Альфа-Банк

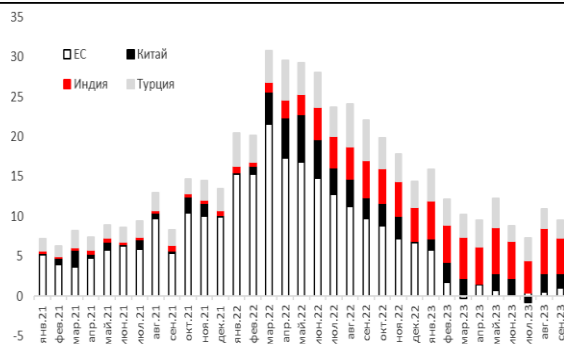
На Индию и Турцию сейчас приходится порядка 80% внешнеторгового профицита РФ: Сильный всплеск деловой активности внутри РФ был связан с изменением внешнеторговой логики РФ, что неизбежно влечет активный переход локальных производителей к новым торговым партнерам. Российский импорт из ЕС сейчас оценивается в \$4 млрд в месяц, а экспорт – в \$5 млрд против \$9 млрд и \$16 млрд соответственно в 2021 году (см Рис. 19). Доля ЕС в совокупном внешнеторговом обороте РФ снизилась с 37% в 2021 г. до нынешних 14%. Главным торговым партнером РФ стал Китай – его доля в российской внешней торговле сейчас оценивается в 33%; российский импорт из Китая составляет \$9 млрд в месяц, а экспорт – \$11 млрд. Тем не менее исторически Китай не был источником торгового профицита для РФ (см Рис. 20), и мы не ожидаем, что он будет создавать профицит в будущем. Примерно 80% профицита российской внешней торговли сейчас приходится на Индию (около 50%) и Турцию (примерно 30%). Из-за новой структуры российской внешней торговли страна подвержена новой группе внешних рисков, которые требуют пристального наблюдения в 2024 г., так как санкционное давление полностью не исчезло. И хотя мы не ждем новых санкций в отношении торговли в 2024 г., мы считаем, что финансовая логистика может усложниться, поскольку не стоит исключать нового раунда финансового давления.

Рис. 19: Внешняя торговля РФ с ЕС, \$ млрд



Источники: Eurostat, Альфа-Банк

Рис. 20: Структура профицита торговли топ-4 по странам, \$ млрд

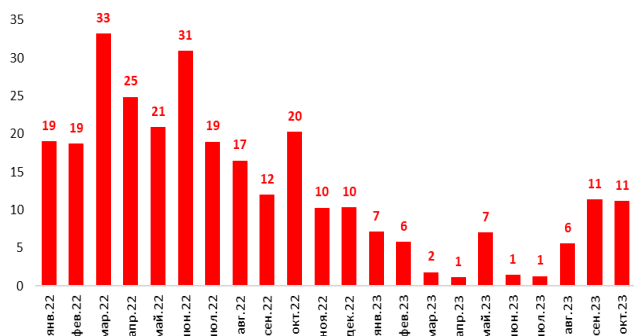


Источники: Таможенная статистика стран, Альфа-Банк

Курс рубля под давлением, так как профицит текущего счета снизился летом 2023 года: Тогда как РФ поддерживает профицит внешней торговли (профицит счета текущих операций на 2023 год прогнозируется на уровне \$60 млрд и \$50 млрд на 2024), летом 2023 г. помесечные объемы текущего счета сильно снизились, двинув курс рубля к 90-100 руб./\$ (см Рис. 21). Не исключено, что этот спад произошел благодаря сложностям финансовой логистики, из-за которой экспортеры вынуждены были сократить репатриацию своих доходов с целью сохранить часть поступлений на счетах за границей. В октябре 2023 г., реагируя на ослабление курса рубля, президент РФ подписал указ о введении обязательной продажи экспортной выручки вплоть до марта 2024 г. для 43 компаний-экспортеров. После этого решения продажа валюты российскими компаниями выросла до \$12,5 млрд в октябре и \$13,9 млрд в ноябре (см Рис. 22), это самые высокие ежемесячные уровни в 2023 г., что обеспечивает некоторую поддержку курсу рубля. С другой стороны, поскольку санкционное давление продолжается,

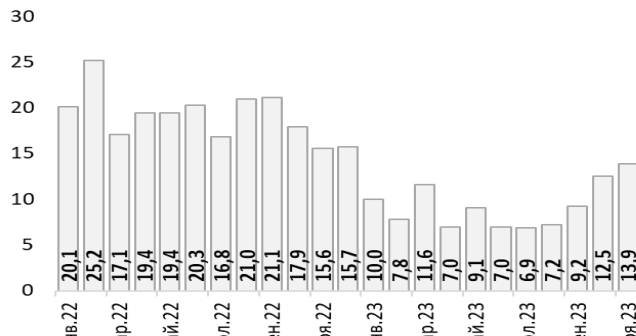
рубль вероятно завершит 2023 г. в диапазоне 90-95 руб./\$, и мы ожидаем его дальнейшее движение к отметке 100-110 руб./\$ позже в 2024 г.

Рис. 21: Ежемесячный профицит счета текущих операций, \$ млрд



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Рис. 22: Продажа экспортной выручки экспортерами, \$ млрд



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Минфин смягчил бюджетное правило и прогнозирует рост расходов на 16% г/г в 2024 году: Важной составляющей роста инфляционных ожиданий в 2023 году был не только быстрый рост зарплат и ослабление курса рубля, но и смягчение бюджетной политики. В преддверии 2024 года Минфин объявил о росте бюджетных расходов на 16% г/г; так как инфляция продолжает превышать ожидания, мы не исключаем, что фактический рост будет еще выше, и бюджетная политика усилит инфляционные риски. Минфин также изменил параметры бюджетного правила – если ранее предполагалось направлять на сбережения нефтяные доходы при цене на нефть выше \$45/барр. по Urals, то теперь сбережения будут формироваться, начиная с цены на нефть \$60/барр. по Urals, или \$75/барр. по Brent. Это эквивалентно дополнительному стимулированию экономики примерно в 2 трлн руб. в год, или около 1,0% ежегодного ВВП в долгосрочной перспективе.

Мы ожидаем, что ставка сохранится на уровне выше 10% в 2024 году: Из-за дефицита на рынке труда, сочетающегося с быстрым ростом кредитов и смягчением бюджетной политики ЦБ РФ вынужден был ужесточать монетарную политику с июля 2023 года. Мы ожидаем, что ставка приблизится к пику цикла повышения в декабре 2023 год и будет сохраняться на максимальном уровне в 1П24 и только в 2П24 пойдет вниз; однако мы не ожидаем, что она опустится ниже 10%. Реагируя на изменения в бюджетном правиле, ЦБ РФ повысил свою оценку нейтральной реальной процентной ставки до 2-3%. В результате, мы полагаем, что российские финансовые рынки пока еще не пересмотрели свой долгосрочный взгляд на ставку, что может сдерживать потенциал роста долгового рынка в 2024 году, но позитивно сказаться на инвестиционных потоках на рынке акций.



Альфа-Банк Рынок акций

Ул. Каланчевская, 27
+7 (495)

Начальник дирекции Ценных бумаг
+7 (495) 7857404

Начальник управления Акции
+7 (495) 783 5101

Москва, Россия 107078
795-3712

Михаил Грачев
mgrachev@alfabank.ru

Вячеслав Савицкий
vsavitskiy@alfabank.ru

Управление аналитики

Начальник отдела

Борис Красноженов
bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Макроэкономика

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

Рынок акций

Стратегия

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

Металлы и горная добыча

Борис Красноженов
bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Елизавета Дегтярева

edegtyareva@alfabank.ru
+7 (495) 010-4889

Нефть и Газ

Никита Блохин
nblokhin2@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8037)

Транспорт, Машиностроение, Здравоохранение

Анастасия Егазарян
aegazaryan@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 2852)

ТМТ, Сельское и Лесное хоз-во

Анна Курбатова
akurbatova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3740

Финансы, Потребительский

Евгений Кипнис
ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

Электроэнергетика

Анастасия Егазарян
aegazaryan@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 2852)

Редактор

Максим Сухманский
msukhmanskiy@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 0105222)

Спец. по данным/Аналитик

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

Полина Орехова

porekhova@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8903)

Долговой рынок

Мария Радченко
mgradchenko@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105074)

Торговые операции и продажи (Москва)

Продажи

Александр Зоров
azorov@alfabank.ru
+7 (495) 783-5115

Торговые операции

Артем Белобров
abelobrov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 4618)

РЕПО

Олег Морозов
omorozov@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 6972)

Альфа Директ

+7 (495) 786-4886

© Альфа-Банк, 2023 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 публичных источников, которые по мнению Альфа-Банка, являются надежными, 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 заверений 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 своими финансовыми консультантами 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.