

Наталья Орлова, Ph.D.
Главный экономист, Москва
(+7 495) 795-3677

Дмитрий Долгин
Аналитик, Москва
(+7 495) 780-4724

Бюджетная политика

Бюджетное правило под угрозой

Выводы

Увеличение цены на нефть, балансирующей бюджет, в 2012 г. заставило правительство принять бюджетное правило. Сейчас, учитывая слабый рост ВВП в 1К13, соблюдение этого правила оказалось под вопросом. Раньше мы считали, что правительство сможет снизить цену нефти, балансирующую бюджет, до \$100/барр, однако теперь более реалистичным представляется диапазон \$110-115/барр. Кроме того, продолжающееся накопление Резервного фонда будет оказывать повышательное давление на процентные ставки, что нейтрализует позитивное эффект более мягкой бюджетной политики на рост экономики.

Факты

Госрасходы выросли в 2012 г. до 36,5% ВВП; стимулирование спроса – приоритет. В период выборов бюджетные расходы увеличились. На консолидированном уровне до 36,5% ВВП, на федеральном – до 20,6% ВВП. Рост зарплат в госсекторе, т.е. в образовании, здравоохранении, обороне и безопасности, а также госадминистрации выросли на 23% г/г в 2012 г., превысив средний рост зарплат по стране 14% г/г и отразив приоритеты бюджетных трат.

Рост доходов начал замедляться. Достигнув пика в конце 2011 г. рост доходов в 2012 г. начал замедляться. В 2012 г. доходы составили 36,9% ВВП на консолидированном уровне и 20,5% ВВП на федеральном. Ненефтяные налоги снизились на 0,7% ВВП и были невысокими за 2М13.

Бюджетное правило принято для ограничения рисков. Рост цены на нефть, балансирующей бюджет, до \$110/барр и ожидания дальнейшей социальной поддержки заставили правительство ограничить бюджетные риски. Бюджетное правило стало важным достижением в 2012 г., которое говорит о том, что риски будут контролироваться. Правило предусматривает рост расходов всего на 2% г/г в этом году после 18% г/г в 2012 г. и служит главным фактором замедления роста экономики.

Наша позиция

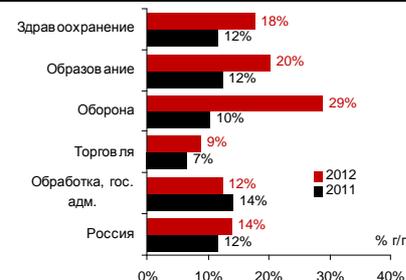
Доходная часть – главная угроза для бюджетного правила. Прошлогоднее замедление ненефтяных налоговых доходов продолжается и в 2013 г. Рост по основным статьям ненефтяных доходов федерального бюджета замедлился до 9% г/г, указывая на риск их отставания от прогнозов в 2013 г. на 5%. В результате цена на нефть, балансирующая бюджет, в этом году может составить \$108/барр, а бюджетное правило может быть нарушено со стороны доходов.

Финансирование дополнительных расходов в этом году маловероятно. Замедление роста ВВП до 1% г/г в 1Кв13 не только негативно сказалось на доходах, но и подогрел спрос на дополнительные расходы. Расходы все еще растут темпом 8% г/г против запланированных годовых 2%, кроме того, есть запрос на финансирование еще 0,5 трлн руб. расходов в этом году. Однако вкупе со снижением налоговых поступлений такой рост расходов вызвал бы повышение цены на нефть, балансирующей бюджет, до \$118/барр, что, на наш взгляд, нереалистично. Поэтому мы полагаем, что существенные дополнительные расходы в этом году утверждены не будут; скорее может произойти некоторое перераспределение бюджетных статей.

Бюджетное правило под угрозой. Отставание роста от прогнозов указывает на вероятный пересмотр бюджетного правила, и наш прежний прогноз цены на нефть, балансирующей бюджет в \$100/барр недостижим. Однако учитывая предпочтение правительства к накоплению государственных сбережений, она будет ограничена на уровне \$110-115/барр, не выше.

Рост госдолга окажет повышательное давление на ставки. Несмотря на вероятный пересмотр бюджетного правила, мы полагаем, что наращивание Резервного фонда по-прежнему является приоритетом. Это указывает на будущий рост внутреннего долга, который окажет повышательное давление на процентные ставки. Таким образом будет нейтрализован позитивный эффект корректировки бюджетного правила на рост ВВП, а также потребуются более мягкая денежная политика, потенциально повышающая кредитные риски крупнейших российских банков.

Рост зарплат по секторам



Источники: Росстат, Альфа-Банк

Структура доходов бюджета



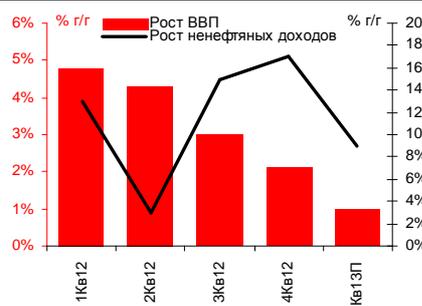
Источники: Минфин, Альфа-Банк

Цена на нефть, балансирующая бюджет, и расходы



Источники: Минфин, Альфа-Банк

Фед. нефте. доходы и рост ВВП



Источники: Росстат, Минфин, Альфа-Банк

Бюджет 202 г.: смягчение из-за выборов

Расходы федерального бюджета выросли до 20.6% ВВП в 2012 году, консолидированного – до 36.5% ВВП

Хотя дефицит федерального бюджета в 2012 г. составил всего 0,1% ВВП, а консолидированный бюджет был закрыт с профицитом 0,4%, выборный период повлиял на бюджет в целом. Как мы и ожидали, приоритетом для правительства было стимулирование спроса, что подтверждается величиной расходов бюджета. Расходы федерального бюджета выросли с 19,6% ВВП в 2011 г. до 20,6% ВВП в 2012 г., или на 18% г/г, однако этот рост расходов был частично сглажен на региональном уровне. Расходы консолидированного бюджета выросли до 36,5% ВВП по сравнению с 35,9% годом ранее.

Илл. 1: Баланс бюджета, % ВВП



Источники: Министерство финансов, Росстат, Альфа-Банк

Илл. 2: Расходы бюджета, % ВВП



Источники: Министерство финансов, Росстат, Альфа-Банк

Соцрасходы по-прежнему составляют 33% расходов консолидированного бюджета, однако рост зарплат бюджетников в два раза превысил средний рост по стране

Рост социальных расходов, например, пенсионных выплат, соответствовал росту среднего уровня расходов. В результате их доля в общих расходах консолидированного бюджета не изменилась, оставшись равной 33%. Таким образом, как мы и ожидали, после ускоренного роста пенсий в 2007-10 гг. правительство переключилось на стимулирование спроса через повышение зарплат. В то время как в 2012 г. средний рост зарплат в России составил 14% г/г, зарплаты в госсекторе (т.е. здравоохранении, образовании и национальной безопасности/обороне, на которые приходится 25% всех занятых в экономике) выросли на 23% г/г. Заметнее всего выросли зарплаты военнослужащих и чиновников – на 29% г/г, что стало еще одним доказательством стремления правительства поддержать спрос.

Илл. 3: Структура расходов консолидированного бюджета



Источники: Министерство финансов, Альфа-Банк

Илл. 4: Рост номинальной зарплаты по секторам, % г/г



Источники: Росстат, Альфа-Банк

Нефтяные доходы выросли до 10,4% ВВП, однако этого было недостаточно для компенсации снижения нефтегазовых доходов

Смягчение бюджетной политики было еще заметнее на фоне резкого замедления роста доходов бюджета в 2012 г. При том, что нефтяные доходы выросли с 10,2% ВВП в 2011 г. г. до 10,4% ВВП в 2012 г. за счет повышения налогов на газовый сектор, остальные доходы бюджета снизились на 0,7% ВВП (см. Илл. 5). При этом федеральный бюджет не был подвержен этому тренду, и его суммарные доходы даже немного выросли в прошлом году. В целом, расходы консолидированного бюджета в прошлом уменьшились с 37,4% ВВП в 2011 г. до 36,9% в 2012 г., а доходы федерального бюджета увеличились до 20,5% ВВП (см. Илл. 6). На нефтяную отрасль по-прежнему приходится около 50% доходов федерального и 30% консолидированного бюджета.

Илл. 5: Доходы бюджета, % ВВП



Источники: Министерство финансов, Росстат, Альфа-Банк

Илл. 6: Доходы бюджета, % ВВП



Источники: Министерство финансов, Росстат, Альфа-Банк

Цена на нефть, балансирующая бюджет, выросла до \$110/барр в 2012 году, в основном, из-за роста расходов

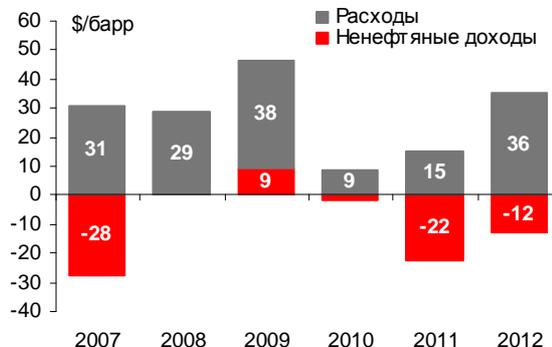
Ускорение роста расходов бюджета вызвало повышение цены на нефть, балансирующей бюджет, с \$102/барр в 2011 г. до \$110/барр. В 2011 г. правительство старалось удерживать расходы под контролем; в прошлом году, однако, их рост был эквивалентен повышению цены на нефть, балансирующей бюджет, на \$36/барр, как и в 2007-09 гг. (см. Илл. 8). В то же время, нефтегазовые доходы федерального бюджета в прошлом году росли медленнее, чем в 2011 г., когда они явно сыграли большую роль в снижении балансирующей цены нефти до \$102/барр.

Илл. 7: Цена на нефть, балансирующая бюджет, и рост расходов бюджета



Источники: Министерство финансов, Альфа-Банк

Илл. 8: Вклад в изменение цены на нефть, балансирующей бюджет



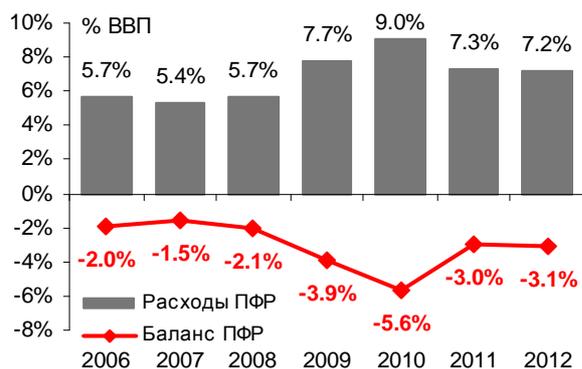
Источники: Министерство финансов, Альфа-Банк

Снижение коэффициента пенсия/зарплата создает риск ускоренной индексации пенсий

Государственный пенсионный фонд, который обычно является еще одним поводом для беспокойства, в прошлом году оказался неожиданно

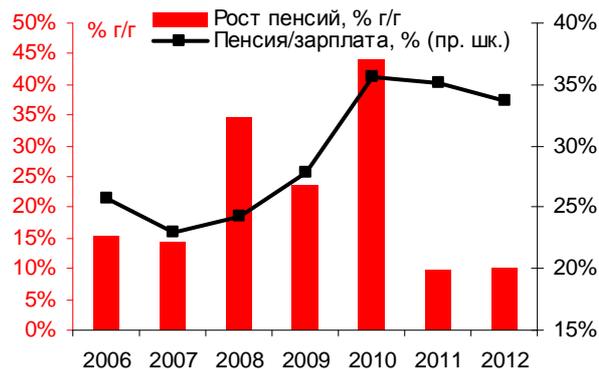
стабилен с дефицитом 3,1% ВВП и расходами 7,2% ВВП. Однако в будущем вероятен рост пенсий: во-первых, их ускоренный рост в 2007-10 гг. в среднем на 30% г/г в год заставил людей ожидать высокого уровня социальной поддержки. Во-вторых, прошлогоднее повышение зарплат бюджетников вызвало снижение среднего отношения пенсий к зарплатам до 34%, притом что долгосрочной целью правительства является поддержание этого отношения на уровне 40%. В результате мы не можем исключить нового витка повышения пенсий.

Илл. 9: Расходы и баланс пенсионного фонда



Источники: Министерство финансов, Росстат, Альфа-Банк

Илл. 10: Рост пенсий и коэффициент пенсия/зарплата



Источники: Росстат, Альфа-Банк

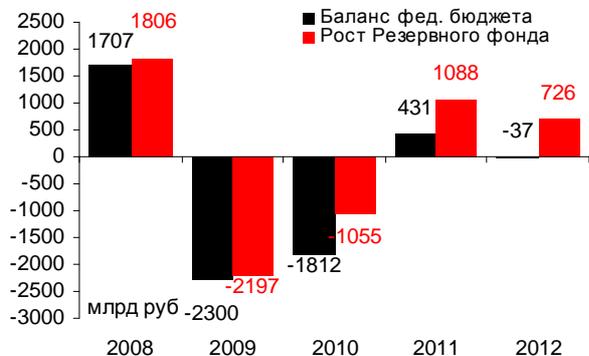
За последние два года Резервный фонд вырос на 1,8 трлн руб...

...что повлекло за собой заимствования, однако госдолг составляет всего 8% ВВП

Поэтому неудивительно, что в целях сдерживания растущей цены на нефть, балансирующей бюджет, и накопления средств на будущие социальные нужды правительство продолжило агрессивно наращивать Резервный фонд. При почти сбалансированном бюджете Резервный фонд вырос на 0,7 трлн руб., что аналогично 2011 г., когда Резервный фонд вырос на 1,1 трлн руб. при профиците бюджета всего 0,4 трлн руб.

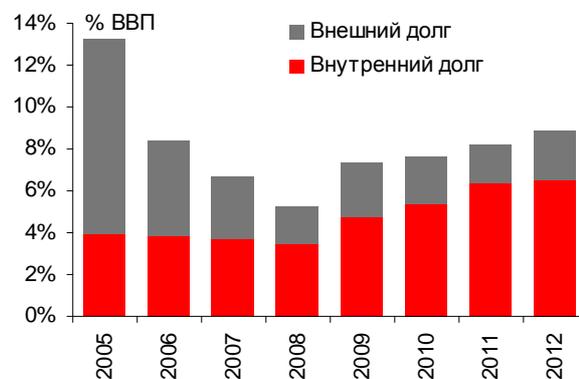
Чтобы компенсировать нефтяные доходы, отправленные в Резервный фонд, правительству приходится наращивать заимствования. В 2011 г. на рынке рублевых облигаций было привлечено 1,1 трлн руб., еще 0,5 трлн руб. было изъято в 2012 г., и еще 0,3 трлн руб. пришло с международного рынка. Однако уровень государственного долга остался низким. Внутренний долг составил 6% ВВП, а внешний в конце 2012 г. был равен приблизительно 2% ВВП.

Илл. 11: Баланс фед. бюджета и рост Резервного фонда



Источники: Министерство финансов, Альфа-Банк

Илл. 12: Долг правительства/ВВП



Источники: Министерство финансов, ЦБ РФ, Росстат, Альфа-Банк

2013: бюджетное правило под угрозой

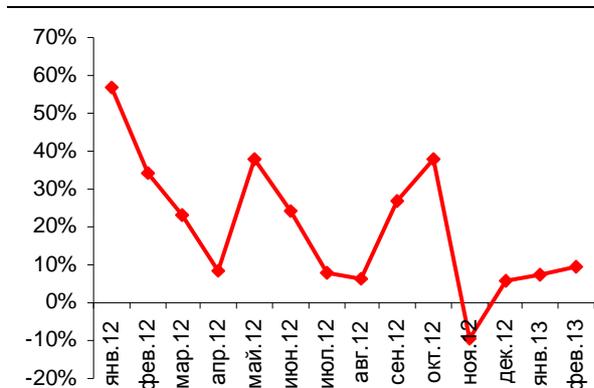
Бюджетное правило предполагает рост расходов на 2% г/г в этом году

За 2М13, расходы выросли на 8% г/г, что делает 1%-ный рост ВВП еще более печальным результатом

Учитывая повышение цены на нефть, балансирующей бюджет, ослабление тренда нефтегазовых доходов и сохранение дефицита ПФР, не удивительно, что правительство прошлой осенью приняло бюджетное правило. Согласно этому правилу, расходы должны быть равны доходам при цене нефти \$91/барр плюс 1% ВВП. Таким образом, согласно правилу, в 2013 г. расходы федерального бюджета могут вырасти только на 2% г/г после роста на 18% г/г в 2012 г. Этот подход говорит о том, что цена на нефть, балансирующая бюджет, должна стабилизироваться на уровне порядка \$100-105/барр, и для нас это является подтверждением тому, что сохранение контроля над бюджетными рисками будет приоритетом для правительства в ближайшие годы.

Однако исполнение бюджета в период 2М13 говорит о том, что бюджетная поддержка не исчезла так быстро, как ожидалось. Рост расходов составил 8% г/г – выше годового роста на 2% по бюджетному правилу. Одной из причин тому могли быть расходы на оборону – Министерство обороны израсходовало почти 30% своего годового плана за 2М13. Поэтому мы ожидаем, что в ближайшие несколько месяцев рост расходов замедлится. При этом довольно быстрый рост расходов бюджета говорит о том, что замедление экономического роста было бы еще более глубоким, если бы был выдержан запланированный среднегодовой уровень бюджетной поддержки. Поэтому рост ВВП на 1% г/г в 1Кв13 разочаровывает еще больше.

Илл. 13: Рост фед. расходов, % г/г



Источники: Министерство финансов, Альфа-Банк

Илл. 14: Фед. расходы за 2М13, % от годового плана



Источники: Министерство финансов, Альфа-Банк

Замедление экономического роста повышает спрос на дополнительную бюджетную поддержку

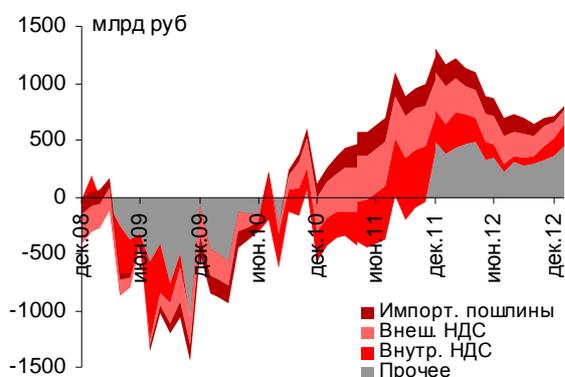
Нефтегазовые доходы могут не оправдать ожиданий в этом году, что приведет к нарушению бюджетного правила со стороны доходов

Кроме того, замедление роста ВВП уже способствовало повышению ожидаемой бюджетной поддержки. Из последних заседаний правительства следует, что есть запрос на финансирование дополнительных расходов в объеме 0,5 трлн руб. На наш взгляд, это очень серьезный знак предстоящей в ближайшие месяцы проверки устойчивости бюджетного плана. Чем медленнее будет расти экономика, тем больше вероятность того, что правительство согласится с необходимостью финансирования дополнительного роста расходов.

Рост расходов не обязательно должен нарушить бюджетное правило, если этот рост будет финансироваться за счет дополнительных нефтегазовых доходов. К сожалению, тренд за 2М13 в этом отношении не обнадеживает. Основные статьи, такие как внутренний и внешний НДС, а также импортные пошлины, составляющие 70% нефтегазовых доходов, показали вялую динамику. Их вклад в годовой рост нефтегазовых доходов упал с 70-90% в 2010-11 гг. до 44% по состоянию на февраль 2013 года,

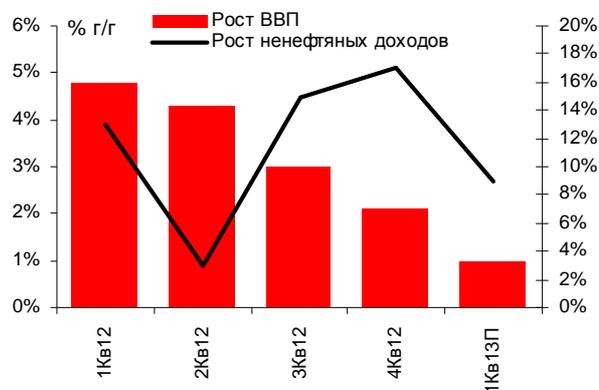
уступая долю менее прозрачным и менее предсказуемым статьям. При этом общий рост нефтяных доходов замедлился до 9% г/г. На наш взгляд, даже ускорение роста ВВП, которого мы ожидаем во 2П13, вряд ли повысит собираемость налогов, тогда как замедление экономической активности в 1П13 сильно ударит по налоговым доходам. В результате мы больше всего обеспокоены тем, что бюджетное правило будет нарушено со стороны доходов, т.е. сбор нефтяных налогов на уровне ниже ожидаемого не только сделает невозможными дополнительные расходы, но и заставит сократить уже жесткий текущий план расходов. Главный риск для нашего прогноза по бюджету 2013 г. заключается в том, что разница между фактическими нефтяными доходами и первоначальным прогнозом может составить 380 млрд руб., или около 5%.

Илл. 15: Структура роста нефтяных доходов, млрд руб г/г (скользящ. 12М)



Источники: Министерство финансов, Альфа-Банк

Илл. 16: Рост нефтяных доходов и рост ВВП



Источники: Министерство финансов, Росстат, Альфа-Банк

Спрос на дополнительные расходы может вырасти

Дополнительный риск состоит в том, что правительство не сможет сократить расходы в том случае, если нефтяные доходы будут ниже прогнозируемых. Наиболее вероятные сценарии заключаются в смягчении бюджетного правила либо в расширении списка особых расходов, рост которых не рассчитывается по бюджетному правилу. Отсюда возникает второй риск для бюджета в этом году, поскольку при этом открывается возможность для дополнительного роста расходов.

Илл. 17: Параметры федерального бюджета

	2010	2011	2012	2013П		
				Базовый сценарий	Недобор 5% нефтяных доходов	Доп. расходы 0,5 трлн руб
Доходы, трлн руб	8.3	11.4	12.9	13.6	13.2	13.2
Расходы, трлн руб	10.1	10.9	12.9	13.1	13.1	13.6
Баланс, трлн руб	-1.8	0.4	0.0	0.5	0.1	-0.4
...% ВВП	-3.9%	0.8%	-0.1%	0.7%	0.2%	-0.6%
Цена на нефть, балансирующая бюджет, \$/барр	109	102	110	100	108	118
Рост Резервного фонда, трлн руб	-1.1	1.1	0.7	1.1	1.1	1.1
Рост внутреннего госдолга, трлн руб	0.6	1.1	0.5	0.4	0.8	1.3
Прочие источники финансирования, трлн руб	0.1	-0.4	0.2	0.2	0.2	0.2

Источники: Министерство финансов, Альфа-Банк

Дополнительные расходы в 500 млрд руб маловероятны в 2013 году, поскольку это приведет к росту балансирующей цены на нефть до \$118/барр

Таким образом, наш основной сценарий профицита бюджета в 2013 г. в размере 0,7% ВВП и цены нефти, балансирующей бюджет, в \$100/барр подвержен двойному риску. Во-первых, сам по себе недобор нефтяных доходов на 5% вызовет рост балансирующей цены нефти до \$108/барр

при сохранении прежнего плана по росту расходов. Однако, если правительство израсходует в этом году дополнительные 0,5 трлн руб., цена нефти, балансирующая бюджет, подскочит уже до \$118/барр. С учетом этих расчетов и слабой динамики ненефтяных доходов, мы приходим к выводу о том, что финансирование дополнительных расходов в этом году маловероятно. Это соответствует нашим ожиданиям слабого экономического роста в 2013П на уровне 2,2%.

Вызовы для бюджетной политики

Бюджетное правило будет пересмотрено. Чем слабее рост ВВП в 1П13, тем выше вероятность мягкой бюджетной политики

Мы считаем, что принятие бюджетного правила в 2012 г. отражает явный приоритет контроля бюджетных рисков для правительства и президентской администрации. Этот подход продиктован накоплением социальных обязательств и довольно высокой зависимостью бюджета от цен на нефть. Однако жесткая бюджетная политика немедленно спровоцировала резкое замедление экономики, характеризующейся широким государственным присутствием. Динамика ненефтяных доходов бюджета в этом году представляет риск для бюджетного правила, и давление в сторону повышения расходов усилится. Поэтому, хотя мы убеждены в решимости правительства избегать роста бюджетных рисков, для бюджетного правила существует серьезная угроза. Чем слабее будет ВВП за 1П13, тем больше вероятность того, что бюджетное правило будет пересмотрено на следующий или даже на этот год.

Объем госзаимствований окажется выше ожиданий, что окажет повышательное давление на ставки

Однако рост балансирующей цены нефти за пределы прогноза вряд ли повлияет на наращивание Резервного фонда – правительство придает критическое значение восстановлению бюджетных накоплений до предкризисного уровня. Поэтому рост балансирующей цены на нефть, скорее всего, вызовет ускорение роста задолженности и, следовательно, рост процентных ставок. Это будет соответствовать нашим ожиданиям возобновления роста процентных ставок во 2П13, хотя в первом полугодии 2013 г. они останутся низкими.

Стимулирование экономики через банковский сектор – способ ограничить балансирующую цену на нефть на уровне \$110-115/барр

Мы по-прежнему полагаем, что существенное повышение бюджетных рисков будет предметом беспокойства правительства. Мы не верим в рост цены на нефть, балансирующей бюджет, выше \$110-115/барр. Поэтому мы ожидаем, что ЦБ РФ будет вынужден продолжить снабжать банки ликвидностью для финансирования роста кредитования и обеспечения ликвидностью долговых рынков. Таким образом, риск, скорее, будет связан не с балансом бюджета, а с банковскими балансами. Мы ожидаем, что, в отличие от бюджетной политики, которая, вероятно, обеспечит мощный мультипликатор для экономического роста, стимулирование деловой активности через банковский сектор приведет к увеличению оттока капитала.

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Директор по продажам и торговле акциями
Телефон/Факс

Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Майкл Пиджиолис
(7 495) 795-3712

Аналитический отдел

Телефон/Факс
Директор по аналитическим исследованиям
Макроэкономика
Нефть и Газ
Банковский сектор
Транспорт, Машиностроение
Энергетика, Телекоммуникации
Металлургия, Горнодобыча

(7 495) 795-3676
Петер Соло
Наталья Орлова, Ph.D, Дмитрий Долгин
Александр Корнилов, CFA, Екатерина Малькова
Джейсон Гурвиц, Марина Карапетян
Андрей Никитин, Владимир Дорогов, CFA
Элина Кулиева, к.э.н., Дмитрий Доронин
Барри Эрлих, CFA, Андрей Лобазов, Ph.D, Олег Юзефович
Андрей Никитин, Дарья Бабашкина, Денис Дерюшкин

Розничная торговля, Недвижимость,
Фармацевтика.
Сельское хозяйство, Удобрения
Рынок долговых инструментов
Аналитическая поддержка российских клиентов
Редакторы
Перевод
Публикация

Мария Бовыкина
Екатерина Леонова, Татьяна Цилюрик
Гельды Союнов, Алан Казиев
Дэвид Спенсер, Джеффри Вайнер
Анна Мартынова, Станислава Овчаренко
Алексей Балашов

Торговые операции и продажи

Телефон
Продажи иностранным клиентам
Продажи российским клиентам

(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522
Виктория Дубень, Михаил Котов
Илья Лобанов, Дмитрий Демченко, Александр Пуговкин,
Дмитрий Матюхин
(7 495) 795-3680

Группа продаж Альфа-Директ

Сергей Рыбаков, Валерий Кремнев
14th Floor, 1 Angel Court, London EC2R 7HJ

Alfa Capital Markets (Лондон)

Телефон/Факс

Продажи

(44 20) 7588-8500
(44 20) 7382-4170
(+44 20) 7382 4171

Продажи, торговые операции

Роберт Сучич (+44 20) 7382-4174
Ян Глуховский (+44 20) 7382-4179

Alforma Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс

Продажи

1270 Avenue of the Americas, New York, NY 10020
(+1 212) 421-7500/(+1 212) 421-8633
Джастин Ландау (+1 212) 421-8564

© Альфа-Банк, 2012 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29 01 1998 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 ОАО «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, 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 и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. 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. 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 соответствующими 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.