

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

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

Российская экономика: крупным планом

Розничное кредитование: акцент на региональных различиях

Розничное кредитование в центре внимания из-за замедления темпов роста и снижения качества портфеля. За последние шесть месяцев в России темп роста розничных кредитов замедлился с 39% г/г до 34% г/г, а просроченная задолженность выросла с 4,0% до 4,3%. В связи с этим на первый план выходят риски этого сегмента. В первую очередь, бросается в глаза усиление зависимости розничного кредитования от небольших банков: доля 47 розничных банков выросла с 7% в 2009 году до 13% в 2012 г.. Во-вторых, важен региональный разрез: хотя на регионы приходится 44% российских корпоративных кредитов, их доля в розничном кредитовании высока и составляет 67%, что указывает на особую уязвимость регионов к рискам в сегменте розничного кредитования.

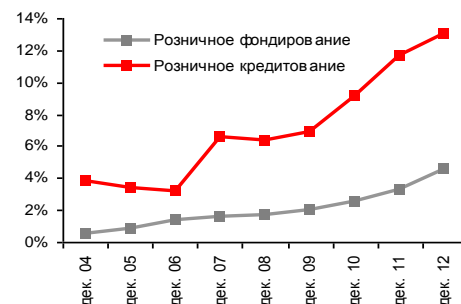
После 2009 г. банки стали более избирательны в плане региональных стратегий. Посткризисная динамика рынка розничного кредитования в регионах указывает на то, что банки стали избирательнее. Если в 2004-08 гг. все наиболее густонаселенные регионы демонстрировали схожую динамику в розничном кредитовании, близкую к 70% в среднем по России, в 2010-12 гг. темпы роста розничного кредитования в регионах сильно разнятся, а в некоторых портфель розничных кредитов даже снижается.

Банки стараются избегать регионов, специализирующихся на обрабатывающей промышленности. Посткризисный рост розничного кредитования, судя по всему, продиктован уроками кризиса 2008-2009 гг. Активность банков особенно сильно снизилась в регионах, которые продемонстрировали особенно заметный скачок просроченной задолженности в 2007-2010 гг. В структуре экономики этих регионов наблюдается высокая доля обрабатывающей промышленности, и поэтому они особенно сильно пострадали от замедления мировой экономики. Нынешняя стратегия говорит в пользу нашего мнения о том, что сейчас российская промышленность страдает от снижения конкурентоспособности и уязвима к глобальным рискам. Как следствие, она не способна обеспечить устойчивый рост доходов населения.

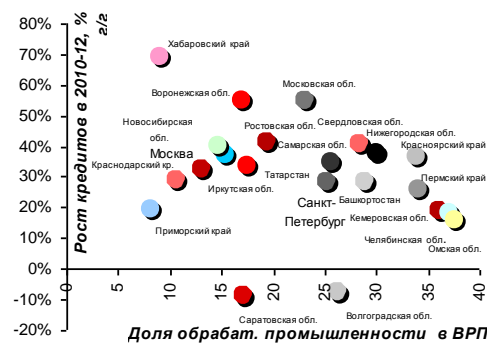
Сейчас розничное кредитование зависит преимущественно от динамики доходов. Спустя три года после кризиса рост кредитов сильно зависит от динамики доходов населения, указывая на повышенный интерес банков к регионам, где более четко прослеживается позитивный потребительский тренд. Однако у этого процесса есть оборотная сторона: возросла уязвимость банков к изменению настроений потребителей.

В 10 из 22 ключевых регионов прослеживаются повышенные риски. Из 22 наиболее густонаселенных регионов население Новосибирской, Воронежской, Самарской, Иркутской областей и Хабаровского края накопили особенно высокий долг в сравнении с уровнем доходов. Еще три области - Кемеровская, Ростовская и Омская - имеют опасно высокую долю персональных кредитов в своих розничных портфелях, что указывает на потенциально высокие риски с точки зрения срочной структуры долга. Еще в двух регионах - Приморском крае и Волгоградской области - рост розничных кредитов в этом году ускорился, тогда как в целом по стране рост экономики и розничного кредитования замедлились. В десяти регионах, которые мы идентифицируем как уязвимые, проживает 18% россиян, и они обеспечивают 23% розничного кредитного портфеля, что указывает на наличие системного риска в секторе.

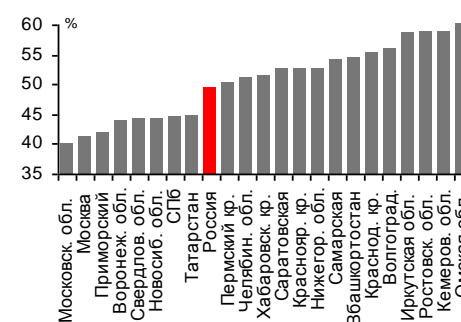
* См. полный список и ключевые параметры анализируемых регионов в статистическом приложении в конце обзора

Доля розничных банков по сегментам


Источники: ЦБ РФ, квар.ги, Альфа-Банк

Рост розничных кредитов и доля обрабатывающей промышленности в ВРП


Источники: Росстат, ЦБ РФ, Альфа-Банк

Доля персональных кредитов в розничном портфеле


Источники: ЦБ РФ, Frank RG, Альфа-Банк

Ключевые макро индикаторы: факт и прогноз

	Май. 13	Июнь 13	Июль 13П	Макро календарь	
Промпроизводство, % г/г	-1,4%	0,1%	2,0%	5-6 авг.	ИПЦ (июль)
Инвестиции в ОС, % г/г	0,4%	-3,7%	-2,0%	9 авг.	Ставки ЦБ РФ
Розничная торговля, % г/г	2,9%	3,5%	4,2%	9-12 авг.	ВВП 2К
Реальный РД, % г/г	-1,1%	2,2%	3,0%	12-13 авг.	Статистика по бюджету (июль)
Безработица, %	5,2%	5,4%	5,4%	12-15 авг.	Банковская статистика (июль)
ИПЦ, % г/г	7,4%	6,9%	6,7%	15-16 авг.	Промпроизводство (июль)
Корпоративные кредиты, % м/м	0,7%	1,4%	0,7%	19-20 авг.	Осн. макро индикаторы (июль)
				23-30 авг.	ВВП за июль

Аналитический отдел research@alfabank.ru

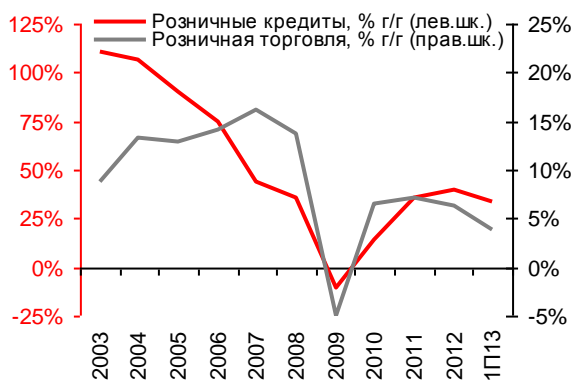
Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета.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

Розничное кредитование: акцент на региональных различиях

Рост розничных кредитов замедлился с 39% г/г в прошлом декабре до 34% в июне, просроченная задолженность выросла как в процентном, так и в номинальном выражении

Снижение темпов роста банковских кредитов в последние месяцы вызывает опасения не только в отношении российского потребительского тренда, но и качества кредитов. Рост розничных кредитов замедлился с 39% г/г в декабре 2012 г. до 34% г/г в июне (см Илл. 1). Просроченная задолженность по РСБУ выросла с 4,0% в начале этого года до 4,3% в июне, указывая на то, что посткризисное улучшение качества кредитного портфеля подошло к концу (см. Илл. 2). В нашем ежемесячном обзоре за июнь мы проанализировали просроченную задолженность корпоративного сегмента, а сейчас рынок больше обеспокоен неблагоприятной ситуацией в розничном сегменте кредитования. Во-первых, по данным ЦБ и Национального агентства кредитных историй (НБКИ) 34 млн россиян, или 45% экономически активного населения, являются заемщиками. Во-вторых, по оценке Связного банка, доля розничных заемщиков, обслуживающих пять и более кредитов, выросла с 6% до 19% за последние пять лет.

Илл. 1. Динамика розничных кредитов и розничная торговля



Источники: ЦБ РФ, Росстат, Альфа-Банк

Илл. 2. Просроченные розничные кредиты по РСБУ

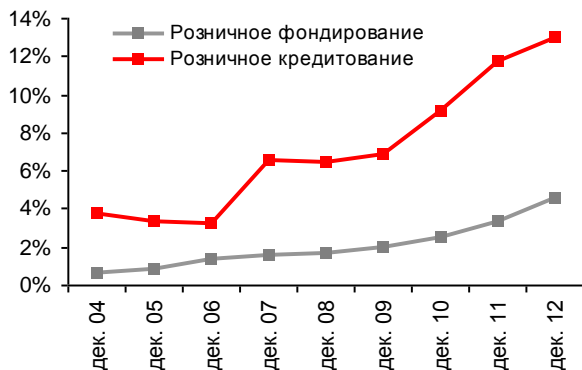


Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

На 47 розничных банков приходится всего 3% совокупных активов, однако их доля в розничном кредитовании составляет 13%

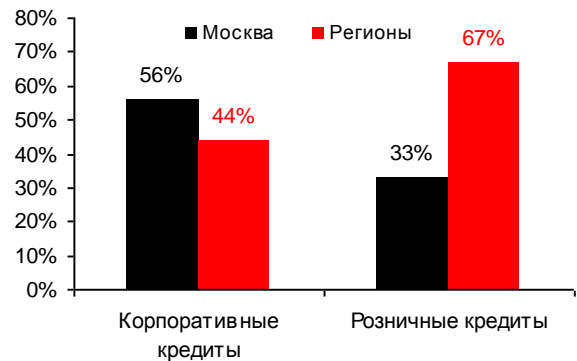
Одной из причин повышенного внимания к рискам в сегменте розничного кредитования является то, что нынешний рост обеспечивают небольшие банки. На 47 российских розничных банков, две трети активов которых приходится на розничные кредиты, приходится всего 3% совокупных банковских активов России, и при этом целых 13% рынка розничного кредитования, что заметно выше 7% в 2009 г. (см. Илл 3). Их присутствие на рынке розничных депозитов также заметно выросло за последние три-четыре года. Концентрация рисков розничного кредитования в этих небольших банках указывает на возможное усиление системного риска для банковского сектора в целом в случае ухудшения конъюнктуры розничного рынка.

Илл. 3. Доля розничных банков в сегменте розничного кредитования



Источники: ЦБ РФ, kuar.ru, Альфа-Банк

Илл. 4. Доля Москвы и регионов на рынках кредитования, 2012 г.



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

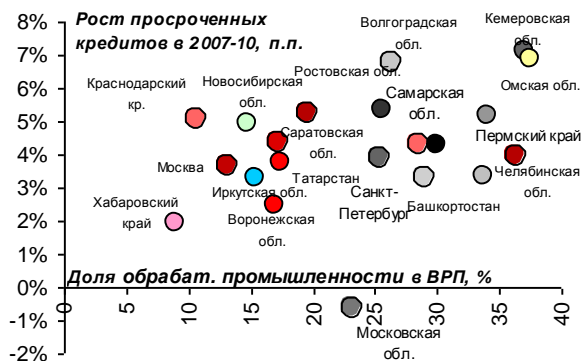
На регионы приходится 67% рынка розничных кредитов против 44% в корпоративном сегменте

Важным фактором является и региональная сегментация. Хотя на российские регионы приходится 44% корпоративных кредитов, их доля в розничном кредитовании высока и составляет 67% (см. Илл. 4). Это указывает на то, что российский рынок розничного кредитования в целом может быть более чувствителен к региональным особенностям, а темпы замедления роста кредитования, как и темпы роста просроченной задолженности по регионам могут сильно различаться.

Самый сильный рост просроченных кредитов в кризис был в регионах с высокой концентрацией обрабатывающей промышленности и с самым быстрым снижением чистых сбережений до кризиса

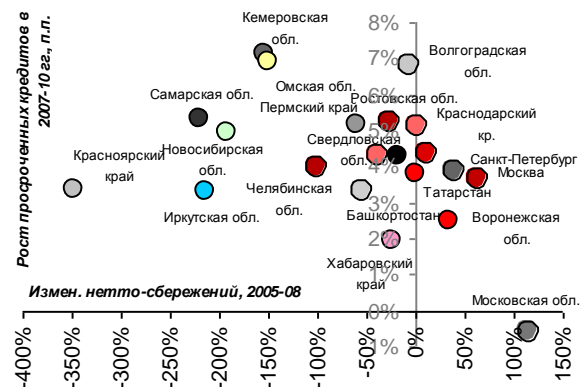
Анализ 22 наиболее густонаселенных российских регионов (см. их описание в конце этого обзора), обеспечивающих примерно 80% совокупного розничного кредитного портфеля России, указывает на то, что скачок уровня просроченной задолженности в 2007-2010 гг. был тесно связан с экономической структурой региона. Так, самый высокий рост просроченной задолженности наблюдался в регионах с высокой долей обрабатывающей промышленности в структуре региональной экономики (см. Илл. 5). Эти регионы были особенно уязвимы к падению мирового спроса. Впрочем, следует учитывать и степень перегрева кредитного рынка до кризиса: самый высокий рост просроченной задолженности наблюдался и в регионах, в которых в течение трех лет до 2009 г. наблюдалось самое быстрое снижение частных нетто-сбережений (разница между розничными депозитами и розничными кредитами) (см. Илл. 6).

Илл. 5. Рост просроченных кредитов в 2007-2010 гг. и доля обрабатывающей промышленности в структуре ВРП



Источники: ЦБ РФ, Росстат, Альфа-Банк; * - Показатель промышленности в Кемеровской области включает добычу угля

Илл. 6. Рост просроченных кредитов в 2007-2010 и динамика нетто-сбережений россиян в 2005-08 гг.

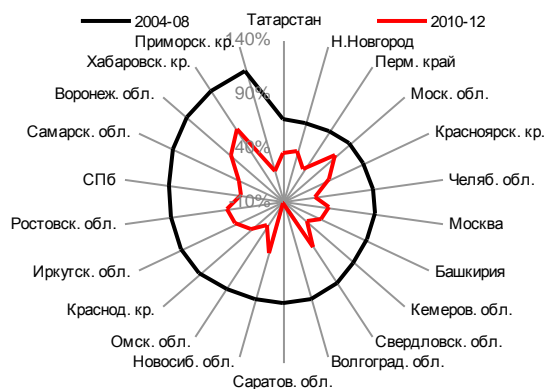


Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

С 2009 г. рост розничных кредитов стал более сегментирован

После кризиса банки стали более избирательны. Так, в 2004-2008 гг. динамика розничных кредитов по основным регионам заметно не отличалась от 70% г/г в среднем по России. Однако в 2010-2012 гг. рост розничных кредитов, который в среднем по России составил 30% в год, стал более дифференцированным по регионам (см. Илл. 7, 8). Самые крупные города – Москва и Санкт-Петербург – демонстрируют средние темпы роста по рынку, тогда как регионы с другими крупными городами – Свердловская и Новосибирская области – опережают рынок. Несколько регионов с региональными центрами, насчитывающими минимум 1 млн жителей, отстают от рынка розничного кредитования, а в двух регионах – Волгоградской и Саратовской областях – происходит даже сокращение портфеля розничных кредитов, чего не было ранее.

Илл. 7. Среднегодовые темпы роста розничных кредитов в 2004-2008 гг. и 2010-2012 гг.



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Илл. 8. Среднегодовой рост розничных кредитов по регионам в 2010-2012 гг.

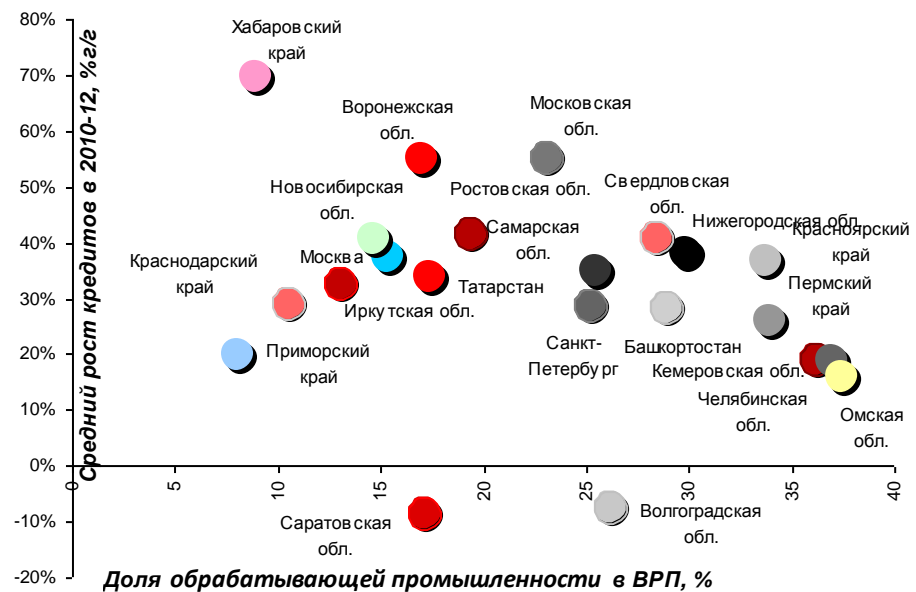
Темпы роста выше среднего		Среднерыночные темпы роста	
Воронежская область	Свердловская область	Москва	Самарская область
Московская область	Хабаровский край	Краснодарский край	Красноярский край
Ростовская область	Новосибирская область	Республика Башкортостан	Нижегородская область
Иркутская область		Республика Татарстан	Санкт-Петербург
Снижение		Темпы роста ниже среднего	
Волгоградская область		Пермский край	Омская область
Саратовская область		Челябинская область	Приморский край
		Кемеровская область	

Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Банки стараются избегать регионы с высокой долей обрабатывающих отраслей в ВРП

Судя по всему, посткризисные тренды продиктованы уроками 2009 г. Банки пытаются сократить присутствие в регионах с высокой долей обрабатывающей отраслей в структуре региональной экономики (см. Илл. 9), так как в период кризиса в этих регионах был самый высокий скачок просроченной задолженности. Это соответствует и нашему мнению, что в то время как потребительские тренды в России являются относительно сильными, конкурентоспособность российских предприятий падает, и банки предпочитают регионы, в которых более четко просматривается потребительская история. Наконец, опыт кризиса 2009 г. и нынешняя смена в предпочтениях банков указывают на зависимость России от китайской экономики, а также на то, что замедление мировой экономики негативно влияет на российский реальный сектор через снижение спроса на металлы, и это приводит к замедлению роста выпуска продукции в обрабатывающих отраслях.

Илл. 9. Среднегодовые темпы роста розничного кредитования в 2010-2012 гг. и доля обрабатывающей промышленности в структуре ВРП

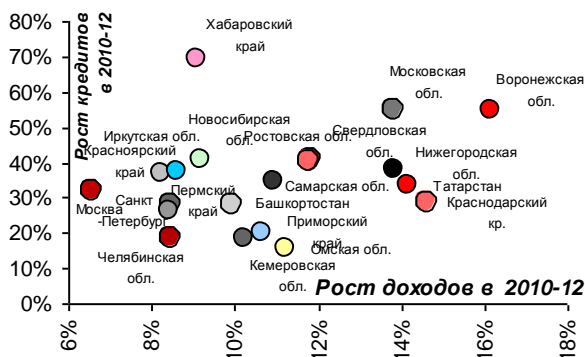


Источники: ЦБ РФ, Росстат, Альфа-Банк; * - Доля обрабатывающей промышленности в Кемеровской области включает угледобычу

Банки предпочитают идти в регионы с более высокими темпами роста доходов населения

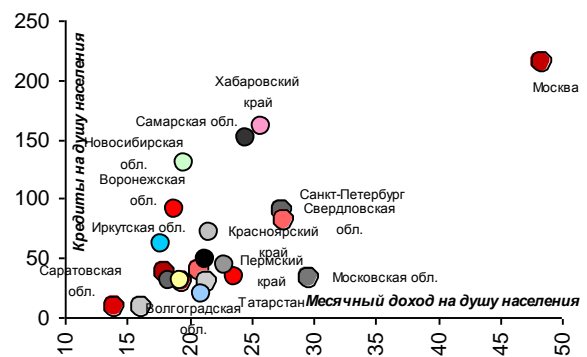
Однако стремление обезопасить себя от рисков – не единственное соображение банков при определении региональной стратегии. Основным фактором роста кредитования в 2010-2012 гг. был посткризисный рост доходов (Илл. 10). Косвенно это указывает и на то, что банки стали более разборчивы и смотрят на динамику финансового положения населения, а не только на уровень проникновения финансовых услуг, как это происходило до 2009 г. Их уход из регионов, сильно зависящих от обрабатывающей промышленности, и выбор в пользу регионов с высоким ростом доходов имеют неоднозначные последствия. С одной стороны, банки, в отличие от российской промышленности, становятся менее уязвимыми к замедлению мировой экономики. Но, с другой стороны, они более уязвимы к давлению на рост доходов.

Илл. 10. Среднегодовой рост кредитов и доходов, 2010-2012 гг., % /г



Источники: Frank RG, ЦБ РФ, Альфа-Банк

Илл. 11. Ежемесячные доходы и объем кредитов на душу населения, 2012 г., тыс. руб.



Источники: Frank RG, ЦБ РФ, Альфа-Банк

Риски в сегменте розничного кредитования в ключевых российских регионах неоднородны. Хотя в большинстве регионов уровень проникновения розничного кредитования сейчас соразмерен уровню доходов в этих регионах, в некоторых из них – Воронежской, Самарской, Новосибирской,

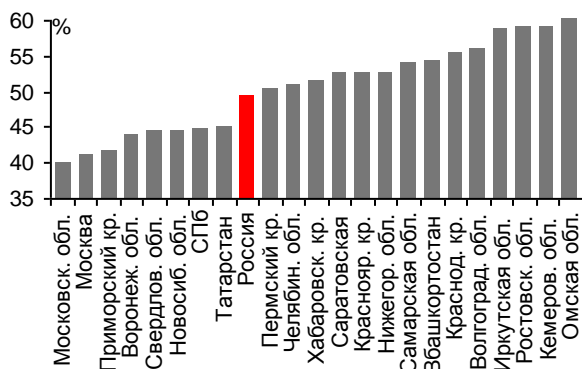
Кредитная нагрузка населения в пяти регионах показывает признаки перегрева относительно уровня доходов населения...

.. еще три региона также уязвимы из-за высокой доли потребительских кредитов в структуре портфеля

Иркутской областях и Хабаровском крае – накопленный долг оказался слишком высоким в сравнении с уровнем доходов населения (см. Илл. 11), указывая на возможное появление риска неплатежеспособности.

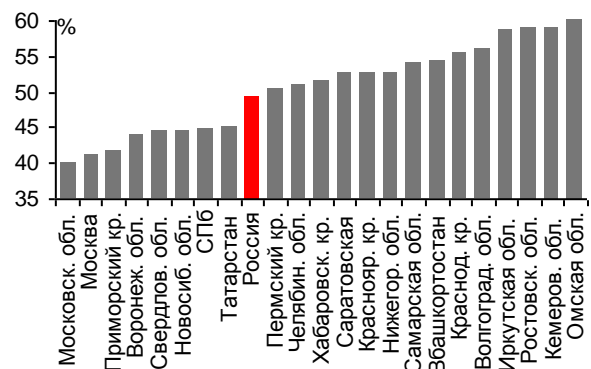
Тем не менее, мы считаем, что эти опасения обоснованы лишь в тех случаях, когда высокий уровень долга сочетается с большой долей коротких кредитов. В России два ключевых сегмента розничного кредитования – это ипотечные кредиты, обеспечивающие 27% совокупного кредитного портфеля, и персональные кредиты наличными (преимущественно краткосрочные), обеспечивающие 50% кредитного портфеля. Среди высокорискованных регионов этот риск не характерен только для Новосибирской области из-за относительно высокой доли ипотеки в розничном портфеле – более 30% (см. Илл. 12). Однако в Омской, Кемеровской и Ростовской областях, где доля персональных кредитов наличными очень высока и составляет 60% (см график 13), срочная структура долга представляется более рискованной. Хотя эти регионы, судя по всему, не так уязвимы в плане соотношению долга к доходам, их риски больше связаны с более краткосрочной природой их кредитных портфелей.

Илл. 12. Доля ипотеки в портфеле розничных кредитов, апрель 2013 г.



Источники: Frank RG, ЦБ РФ, Альфа-Банк

Илл. 13. Доля потребительских кредитов в розничном портфеле, апрель 2013 г.

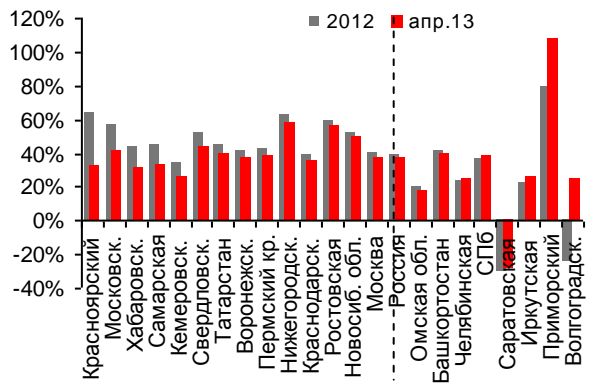


Источники: Frank RG, ЦБ РФ, Альфа-Банк

Уязвимы и еще два региона, в которых рост кредитов в этом году ускоряется, что противоречит рыночному тренду

Кроме того, имеют значение и различия в темпах роста кредитного портфеля по регионам. Хотя в целом по России и, соответственно, в большинстве ключевых регионов, наблюдается замедление роста кредитования в сравнении с 2012 г., существуют и исключения. Так, в Волгоградской области и Приморском крае наблюдается стремительное ускорение роста кредитования (см. Илл. 14), идущее вразрез с рыночным трендом. В обстановке замедления экономического роста и розничного кредитования в России, мы считаем это тревожным сигналом.

Илл. 14. Рост розничного кредитования в декабре 2012 г. и апреле 2013 г., % г/г



Источники: Frank RG, ЦБ РФ, Альфа-Банк

Илл. 15. Регионы с самыми высокими рисками в области розничного кредитования

Регион	кредиты/доход	% персон. кредитов	Опережающие темпы роста кредитования в 2013 г.
Новосиб. обл.	■	■	■
Воронеж. обл.	■	■	■
Самарск. обл.	■	■	■
Хабаровск. кр.	■	■	■
Иркутск. обл.	■	■	■
Омская обл.	■	■	■
Кемер. обл.	■	■	■
Ростовск. обл.	■	■	■
Волгогр. обл.	■	■	■

Источники: Frank RG, ЦБ РФ, Альфа-Банк

10 из 22 проанализированных регионов имеют повышенный риск; в них проживает 18% населения, и они обеспечивают 23% кредитного портфеля

В итоге, 10 из 22 проанализированных нами регионов являются уязвимыми к неблагоприятному развитию событий на рынке розничного кредитования (см Илл. 15). Однако важный позитивный момент заключается в том, что риск розничного кредитования может саморегулироваться. Половина регионов, отмеченных нами как рискованные из-за их высокой долговой нагрузки, большей доли персональных кредитов и опережающего роста кредитов в 2013 г., – это регионы, продемонстрировавшие средний или выше среднего рост розничного кредитования в 2010-2012 гг, и эта динамика может развернуться. Между тем, в этих регионах проживает 18% россиян, и они обеспечивают 23% совокупного кредитного портфеля. Таким образом, ухудшение кредитного портфеля в столь важном сегменте может оказаться системной проблемой.

Приложение. Ключевые показатели российских регионов, представленных в этом отчете, 2012 г.

Название региона	Население, млн чел.	Доход на душу населения, тыс. руб. в месяц	Розничные кредиты на душу населения, тыс. руб.	Просроченные кредиты, % розн. кредитов
Воронежская область	2,3	18,8	91,4	2,3%
Московская область	7,2	29,6	34,4	1,4%
Москва	11,6	48,3	216,7	6,2%
Санкт-Петербург	4,9	27,4	91,1	3,2%
Краснодарский край	5,3	20,6	39,8	3,6%
Волгоградская область	2,6	16,1	9,2	5,4%
Ростовская область	4,3	17,9	38,4	3,5%
Республика Башкортостан	4,1	21,4	30,4	3,2%
Республика Татарстан	3,8	23,6	34,8	3,1%
Пермский край	2,6	22,9	43,3	2,6%
Нижегородская область	3,3	21,4	49,0	3,6%
Самарская область	3,2	24,6	151,1	4,6%
Саратовская область	2,5	13,9	9,1	5,7%
Свердловская область	4,3	27,5	83,6	4,3%
Челябинская область	3,5	19,4	30,9	3,2%
Красноярский край	2,8	21,6	72,0	2,6%
Иркутская область	2,4	17,8	62,4	2,2%
Кемеровская область	2,8	18,4	30,2	4,3%
Новосибирская область	2,7	19,7	129,2	4,5%
Омская область	2,0	19,3	30,4	4,2%
Приморский край	2,0	21,0	19,7	3,1%
Хабаровский край	1,3	25,9	161,1	2,1%
Российская Федерация	143,0	22,9	54,1	4,0%

Источники: Росстат, ЦБ РФ, Альфа-Банк

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Директор по продажам и торговле акциями
Телефон/Факс

Аналитический отдел

Телефон/Факс
Макроэкономика
Нефть и Газ
Банковский сектор, Медиа
Розничная торговля, Недвижимость, Транспорт
Энергетика, Телекоммуникации
Металлургия, Горнодобыча
Рынок долговых инструментов
Аналитическая поддержка российских клиентов
Редактор
Перевод

Торговые операции и продажи

Телефон
Продажи иностранным клиентам
Продажи российским клиентам
Группа продаж Альфа-Директ

Alfa Capital Markets (Лондон)

Телефон/Факс

Продажи

Продажи, торговые операции

Alforma Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс

Продажи

© 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.

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

(7 495) 795-3676
Наталья Орлова, Ph.D, Дмитрий Долгин, Сергей Егиев
Александр Корнилов, CFA, Екатерина Малькова
Джейсон Гурвиц, Марина Карапетян
Андрей Никитин
Элина Кулиева, к.э.н.
Владимир Дорогов, CFA, Олег Юзефович
Екатерина Леонова, Татьяна Цилюрик
Гельды Союнов, Алан Казиев
Дэвид Спенсер
Анна Мартынова, Станислава Овчаренко

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

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

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

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

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

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 ADR, 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, постольку, 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.