

ЕС = Россия 1998

США = Япония 1998

Международные рынки
 8 августа 2011 г.

Выводы

Европа стоит на пороге банковского кризиса. Списание долгов Греции, падение залоговой ценности других госбумаг (Италии, Испании), могут привести к проблемам ликвидности, доверия и парализовать рынок межбанковского кредитования. Снижение рейтинга США может вызвать цепную реакцию даунгрейдов в ЕС. Корень проблем – в неспособности правительств ЕС и США принимать своевременные меры, напрямую касающиеся финансовых рынков.

Пока Россия показывает наибольшую среди развивающихся стран устойчивость к внешнему давлению. Однако при падении нефтяных котировок ниже \$100/баррель и в случае начала масштабного сокращения позиций в самых ликвидных активах западными фондами – российские рынки по темпам падения могут догнать и в разы перегнать своих «конкурентов».

Европа на пороге банковского кризиса. Ситуация в ЕС напоминает Россию 1998 г, когда неспособность Думы принять ключевые решения вызвали потерю доверия и продажи госдолга, парализовав банковскую систему и поставив ее на грань дефолта. Это вынудило ЦБ заблокировать торги ГКО, объявив по ним дефолт, что еще больше усложнило ситуацию для банков.

Долговые проблемы периферийных стран создают аналогичную проблему, снижая ценность их госбумаг как инструментов рефинансирования. Именно опасность банковского кризиса вынуждает остальных членов ЕС продолжать финансовую помощь Греции и другим странам PIIGS.

Понижение рейтинга США – может пострадать Европа. Если смотреть в ретроспективе, понижение рейтингов Японии в 1998 г практически не имело негативных последствий (кроме небольшого ослабления йены). В США ситуация иная из-за высокой доли нерезидентов (включая ЦБ) среди держателей госдолга. Но отсутствие альтернативных рынков аналогичной емкости и надежности – сохранит за КО США статус «безрисковых активов».

Вместе с тем, поскольку США служат «эталоном» надежности, понижение странового рейтинга может вызвать цепную реакцию даунгрейдов в странах ЕС, чья финансовая позиция более слабая, чем в США. Это, в свою очередь, приведет к дальнейшему раскручиванию спирали банковского кризиса.

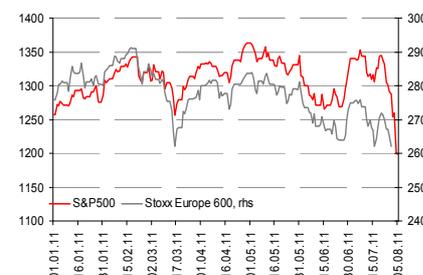
Многие решения по поддержке могут быть приняты 9 августа. Во вторник пройдут плановое заседание ФРС и внеплановое – ЕЦБ. С точки зрения поддержания рынков ЕЦБ имеет в запасе более широкий инструментарий. Не дожидаясь вторника, ЕЦБ приняло экстренные меры по поддержке долгов Италии и Испании, одновременно нацеленные на насыщение рынков ликвидностью. Кроме того, из ожидаемых решений – возобновление 6-месячного кредитования банков. Помимо этого, ЕЦБ теоретически может понизить базовую ставку. Однако это решение будет принято лишь в самом крайнем случае.

ФРС, в отличие от ЕЦБ, не имеет простора для понижения базовой ставки, которая и так находится на минимальном уровне. Единственным и наиболее вероятным решением ФРС станет анонс возможности проведения нового раунда количественного смягчения – QE3. Однако эти решения – продолжение политики «закинуть банку подальше», хотя по мнению PIMCO более правильной аналогией является «нарастающий ком».

Россия: «тихая гавань» может обогнать в падении другие развивающиеся рынки. Пока ситуация на российских финансовых рынках выглядит более чем оптимистично. В отличие от других развивающихся стран индекс РТС находится в плюсе с начала года, долговой рынок демонстрирует уверенный рост. Однако если ситуация дойдет до стадии ликвидации позиций и ухода в наличность – российский рынок пострадает гораздо сильнее именно в силу ликвидности своих активов и возможности закрыть позиции в плюсе. Дополнительным фактором продаж российских активов может стать падение котировок на нефть, если будет пересмотрен прогноз по темпам роста мировой экономики.

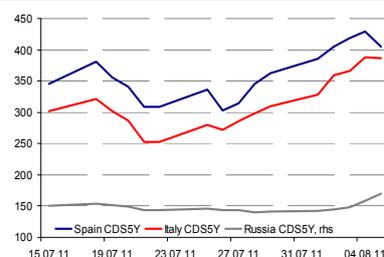
Инвестиционный анализ

Динамика фондовых рынков США и ЕС



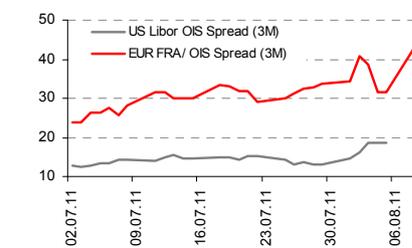
Источник: Bloomberg

Динамика CDS Италии, Испании и РФ



Источник: Bloomberg

Динамика спредов Libor, Euribor / OIS



Источник: Bloomberg

Динамика котировок Rus-30



Источник: Bloomberg

Аналитический отдел research@alfabank.ru

Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерены получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

Европа - аналог российского кризиса 1998 г

Долговые проблемы ЕС угрожают стабильности банковской системы

Что грозит банковской системе ЕС?

Обвальное падение рынков, наблюдающееся в последние два дня, лишь выявило наиболее болезненные точки самых развитых экономик – ЕС и США. Уже более года «на слуху» европейских инвесторов долговые проблемы Греции и других стран PIIGS. На поверхности – вопрос платежеспособности этих стран, их способности обслуживать свои долги, сократить бюджетный дефицит. Однако при более пристальном рассмотрении мы видим, что долговые проблемы вызывают столь острое беспокойство у монетарных органов власти и правительств других стран Еврозоны не из-за опасения целостности ЕС, а из-за того, что сложившаяся ситуация грозит перерасти **в банковский кризис, кризис ликвидности, кризис доверия**, разрушив всю систему движения средств внутри Европы и оказав тяжелое воздействие на банковскую систему в мировом масштабе.

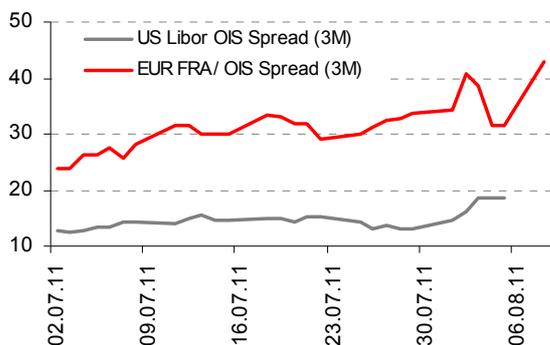
По сути, в Европе может сложиться ситуация аналогичная России в 1998 года, когда дефолт по ГКО, доля которых была достаточно высока в портфелях банков, вызвал жестокий кризис ликвидности, основанный на потере доверия. Однако эти события стали лишь следствием предыдущих проблем.

Сомнения в способности правительства обслуживать свои долги были вызваны крахом думских переговоров по принятию пакета экономических мер, необходимого для получения второго транша МВФ. Как следствие, начались активные продажи гособлигаций. Российские банки не смогли довести маржу. Чтобы избежать краха всей банковской системы ЦБ остановило торги на рынке ГКО-ОФЗ, объявив по ним дефолт. Однако эта мера не решила проблем банковской системы. «Изъятие» из обращения наиболее надежного инструмента межбанковского РЕПО и залога для кредитования полностью разрушило межбанковский рынок, вынудив банки кардинально переоценивать платежеспособность и надежность своих контрагентов. То есть, мы видим, что базовая неспособность принять ключевые решения привели вначале к дестабилизации банковской системы, а затем – к дефолту по госдолгу.

Действия ЕЦБ и правительств стран-членов ЕС направлены на поддержание банковского капитала

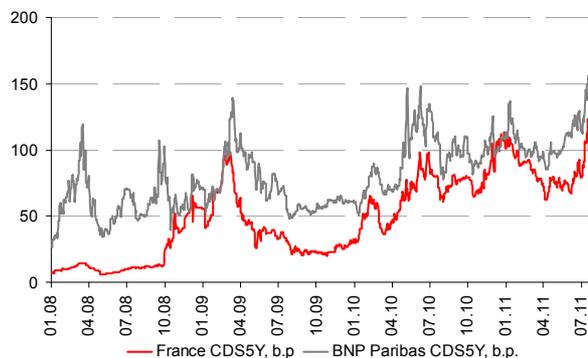
Долговые проблемы периферийных стран создают аналогичную проблему: снижая ценность их госбумаг они уничтожают капитал банков. Действия как ЕЦБ, так и правительств Франции и Германии по спасению Греции – направлены именно на поддержание собственных банков, теряющих капитал в результате «добровольно-принудительного» списания греческих долгов и возможность рефинансирования – в связи с понижением рейтингов суверенных бумаг (вначале Греции, а теперь и Испании и Италии). То, что «скрытой» угрозой является именно банковский кризис, свидетельствует и динамика акций европейских банков, которые с начала текущего года ведут себя значительно хуже рынка, их темпы снижения опережают даже показатели роста кредитных свопов (CDS) в проблемных странах.

Илл 1: Динамика спредов Libor, Euribor / OIS



Источник: Блумберга

Илл 2: Динамика CDS Франции против БНП Париба



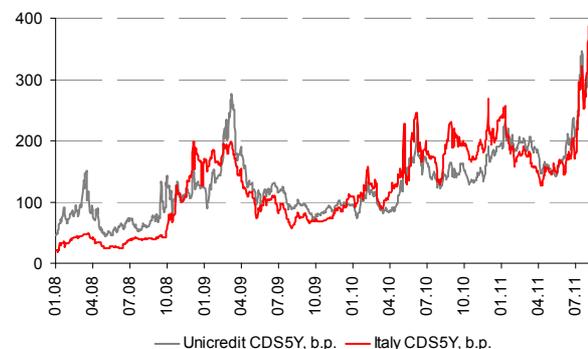
Источник: Блумберга

Илл 3: Динамика CDS Испании против Banco Santander



Источник: Блумберга

Илл 4: Динамика CDS Италии против Юникредит Банка



Источник: Блумберга

Италия – в центре внимания инвесторов и регуляторов

Если ситуация в Греции уже отошла на второй план (как минимум на несколько месяцев), то теперь в центре внимания – Испания и Италия. Похоже, что развитие событий в этих странах пойдут по греческому сценарию. В частности, в Италии в конце прошлой недели начался массовый вывод средств населением из банков. Не исключено, что на этой неделе правительство пойдет на чрезвычайные меры, ограничив снятие депозитов.

Отметим, что усугубление долговых проблем, особенно Италии, окажется гораздо болезненнее для Еврозоны. Объем долга этой страны достигает 1,6 трлн евро (в 4 раза больше, чем у Греции и вдове больше, чем у Испании). При этом, основным держателем долгов Италии являются банки Германии.

Илл 5: Основные финансовые показатели стран PIIGS против Франции и Германии

Country	Debt (MM), EUR	CDS 5Y	Bonds, 10Y, YLD,%	S&P	Moody	Fitch	Def %GDP	Debt%GDP
Portugal	157 398	916.3	10.62	BBB-(neg)	Ba2(neg)	BBB- *-	-9.1	83.2
Ireland	112 637	774.98	9.76	BBB+(stable)	Ba1(neg)	BBB+(neg)	-32.4	94.2
Greece	359 014	1690.66	14.75	CC(neg)	Ca(develop)	CCC	-10.5	144
Spain	644 923	407.61	5.23	AA(neg)	Aa2 *-	AA+(neg)	-9.2	63.4
Italy	1 593 900	386.82	5.35	A+u(neg)	Aa2 *-	AA-(stable)	-4.6	118.1
France	1 302 338	143.82	3.15	AAAu(stable)	WR(stable)	AAA(stable)	-7	83.5
Germany	1 233 614	74.24	2.38	AAAu(stable)	Aaa(stable)	AAA(stable)	-3.3	78.8

Источник: Bloomberg, ECB

Лишь быстрые и решительные действия ЕЦБ способны успокоить рынки...

но не решат быстро проблемы европейских банков

Именно опасность раскручивания банковского кризиса вынудила ЕЦБ в спешном порядке в выходные, не дожидаясь 9 августа, объявить о начале программы выкупа долговых обязательств Италии и Испании с рынка (в объеме до 2,5 млрд евро ежедневно, сроки окончания программы не определены). Фактически ЕЦБ, не дожидаясь реакции Штатов, включает печатный станок. Эти действия вызваны опасениями повторения ситуации, аналогичной российской в 1998 г. Мы надеемся, что эти действия, хотя бы временно, успокоят инвесторов, что поможет товарным рынкам быстро отыграть потери предыдущей недели, хотя реакция фондовых индексов будет менее значимой. Проблемы европейских банков гораздо более серьезны и не поддаются быстрому решению. Поэтому фондовый рынок останется под давлением даже при вливании дополнительной ликвидности со стороны ЕЦБ.

«Дамоклов меч» Базеля-3

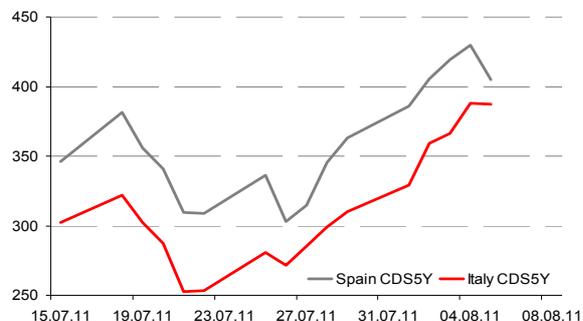
Подготовка к Базелю-3 вынуждает банки продавать активы, сжимать кредитование, увеличивая риск рецессии

Эффект нестабильности в ЕС усиливает приготовления к введению нормативов Базеля-3, которое будет проходить в течение 2013-2019 гг. Новые нормативы значительно ужесточают требования к достаточности капитала банков, вынуждая их уже сейчас предпринимать меры по его наращиванию. Для соответствия новым требованиям в текущей ситуации банки используют два механизма:

- Увеличение хеджирования за счет покупки CDS по активам со слабым кредитным качеством (что приводит к ускоренному росту кредитных свопов);
- Сокращение или полная ликвидация позиций в облигациях проблемных стран (что приводит к дальнейшему падению их котировок и опять-таки – росту CDS);
- Сокращение темпов кредитования в рамках сжатия активов – приведет к сокращению мультипликатора, лишит поддержки компании, занятые в производстве ВВП.

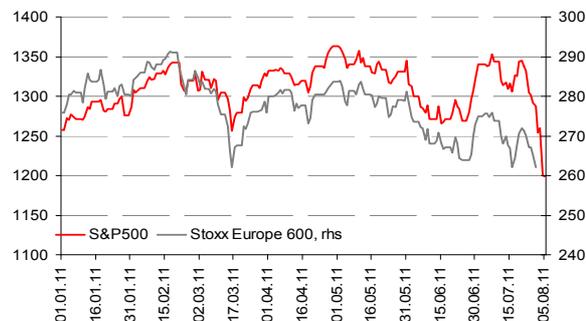
В совокупности эти меры ведут к сокращению ликвидности Еврозоны, увеличивая риск сползания в рецессию. Такая патовая взаимозависимость между банковской системой и суверенными долговыми рынками является, на наш взгляд, следствием слабости и половинчатости политических решений. Вместе с тем ЕЦБ в более выигрышной ситуации по сравнению с Банком России, потому что имеет возможность значительного наращивания предложения денег.

Илл 6: Динамика CDS Италии, Испании



Источник: Bloomberg

Илл 7: Динамика Stoxx Europe 600 и S&P500



Источник: Bloomberg

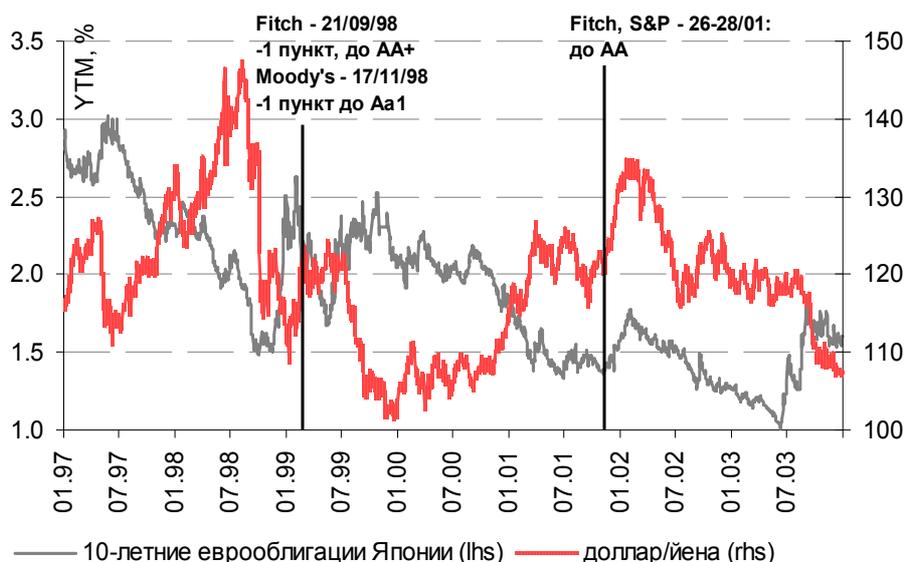
Америка - аналог японского даунгрейда 1998

**США впервые
лишились высшего
рейтинга**

В пятницу, после закрытия рынков, агентство S&P нанесло еще один удар, понизив рейтинг США на 1 ступень – до AA+, оставив при этом негативный прогноз. Хотя это решение было ожидаемым инвесторами и не будет иметь эффекта разорвавшейся бомбы, тем не менее оно добавит свою ноту негатива в состояние игроков при открытии рынков в понедельник.

Если события в Еврозоне напоминает Россию 1998 г, то в ситуации понижения суверенного рейтинга США можно провести аналогию с Японией 1998 г. Если смотреть в ретроспективе, то понижение рейтинга Японии в среднесрочном плане практически не оказало влияния ни на финансовые рынки (как долговой, так и фондовый), ни на экономику. Отмечалось лишь небольшое снижение курса йены.

Илл 8: Динамика йены и госбумаг Японии после понижения рейтингов



Источник: Bloomberg

**Понижение рейтинга
почти не затронет
рынки США...**

В отличие от Японии, где держателями долга являются, преимущественно, внутренние инвесторы, КО США находятся в портфелях всех Центральных Банков мира, считаясь до недавнего времени «безрисковым активом». Однако в данной ситуации именно - размер вложений иностранных инвесторов, и, прежде всего, ЦБ – защитит американский долг. Более того, эффект для UST может быть даже позитивным из-за отсутствия альтернативных рынков аналогичной ёмкости и качества.

Мы считаем, что решение S&P должно вызвать серьезные методологические изменения в оценке кредитного качества и риска. По хорошему, все используемые инвесторами (как государственными, так и фондами, корпоративными игроками) методики должны быть изменены. Однако это долгосрочный процесс и вряд ли тут стоит «рубить с плеча».

**... но будет
болезненным для ЕС,
если вызовет цепную
реакцию даунгрейдов
в Еврозоне**

Наконец, наиболее критичным и болезненным понижением рейтинга США может стать для Европы. США по-прежнему остается «эталон» кредитоспособности, поэтому мы не исключаем «цепной реакции», когда вслед за США потеряют рейтинги ключевые страны ЕС. Последовавшее за понижением рейтинга США заявление агентства S&P об отсутствии планов по пересмотру рейтинга Франции (которая находится в наиболее уязвимой позиции с точки зрения финансовых показателей) несколько успокоило инвесторов. Однако, мы считаем, что хотя вероятность такого рейтингового действия и снизилась в краткосрочной перспективе, это не отменяет среднесрочных рисков по понижению рейтингов стран-членов ЕС. Более того, в случае с Еврозоной агентства станут действовать более решительно, поскольку там финансовые показатели гораздо слабее, чем в США. Учитывая текущую ситуацию в Европе и уже имеющиеся проблемы, серия новых даунгрейдов, выходящих за пределы стран PIIGS вызовут новую спираль кризиса в Европе.

«Черный четверг» 4 августа – была ли причина?

Причина обвала – затянутый процесс по увеличению потолка госдолга США и ожидание даунгрейда

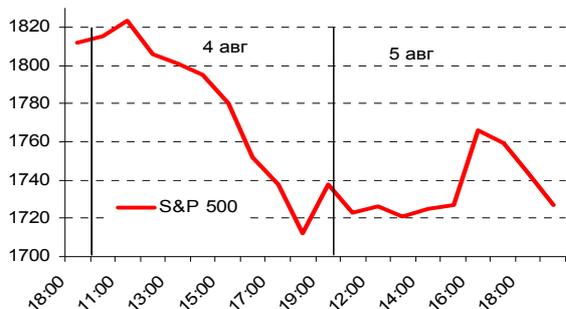
Обвал фондовых и сырьевых рынков, а также резкий рост доходностей долгов периферийных стран ЕС, начавшийся 4 августа, не имел однозначной первопричины. Однако, судя по всему, общим бэкграундом этого падения стала нехватка политической воли правительства США в вопросе увеличения потолка госдолга с одновременным сокращением расходов. Это решение было откровенно затянутым, носило слишком компромиссный характер, который не удовлетворил ни демократов, ни республиканцев, а также – ни инвесторов, ни рейтинговые агентства. Своевременно подоспел и пересмотр данных по ВВП США, когда оценка за 1Кв11 г была понижена с 1,9% до 0,4%. Сочетание этих факторов подтолкнуло инвесторов к мысли о крайне слабом состоянии экономики и заставило начать игру на понижение.

Но доллар остается резервной валютой, а евро – под угрозой распада Евросоюза

Вместе с тем, США находится в несколько более выигрышной позиции по сравнению с ЕС. Доллар по-прежнему останется резервной валютой (даже несмотря на понижение странового рейтинга), тогда как позиция евро выглядит крайне «хрупкой».

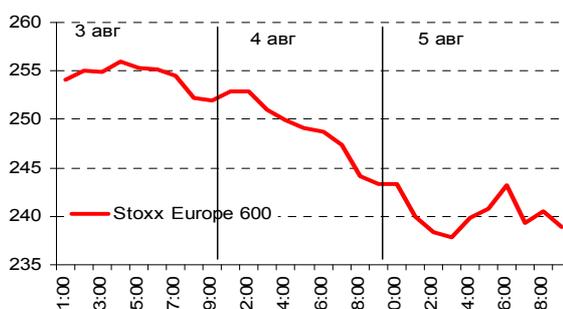
При худшем сценарии развития долговых проблем Еврозоны мы можем увидеть развал Союза. Причем если ранее наиболее вероятным сценарием развала являлся выход из Союза Греции и других периферийных стран, то теперь аналитики предполагают, что данный процесс может быть инициирован Германией. В этом случае валютному рынку будет грозить глобальный «перedel» с кардинальным изменением расстановки сил.

Илл 9: Динамика S&P500 3-5 августа



Источник: Bloomberg

Илл 10: Динамика Stoxx Europe600 3-5 августа



Источник: Bloomberg

ЕЦБ не дожидаясь 9 августа начал выкуп долгов Италии и Испании, готовит другие меры

Все решится 9 августа, НО ЕЦБ не стал ждать «часа X»

Наиболее важным днем, способным определить динамику рынка на среднесрочную перспективу, станет вторник (9 августа), когда финансовые регуляторы как США, так и ЕС могут принять экстренные меры по разрешению проблем ликвидности – как краткосрочной так и среднесрочной. Однако ситуация в выходные стала выходить из-под контроля, вынудив ЕЦБ не дожидаться вторника и объявить часть экстренных мер перед открытием новой недели. В частности, ЕЦБ уже в понедельник начнет выкуп с рынка долгов Италии и Испании, испытывающих наиболее серьезные проблемы. Объявленный объем программы выпуска – 2,5 млрд евро ежедневно. При этом, ЕЦБ не поставил себе ограничений по срокам реализации данной меры.

Помимо этого, во вторник ЕЦБ может принять еще ряд важных решений по стабилизации рынков и увеличению ликвидности. Отметим, что в текущих условиях ЕЦБ обладает более широкими возможностями:

- 9 августа ЕЦБ анонсирует параметры и возобновит программу предоставления дополнительной ликвидности банкам сроком на 6 месяцев.
- Потенциально ЕЦБ имеет возможности для понижения базовой ставки, хотя маловероятно, что данное решение будет принято в ближайшее время. Так, на последнем заседании ЕЦБ 4 августа отмечалось, что в Еврозоне наблюдается замедление как экономического роста, так и инфляции (хотя ее уровень в 2,5% все еще превышает целевое значение). Вместе с тем, мы не исключаем, что ЕЦБ может понизить ориентиры ставки по операциям на денежном межбанковском рынке.
- Отложить сроки введения Базеля-3 до стабилизации ситуации в экономике и банковской сфере, или смягчить новые нормативные требования.

Возможности ФРС не столь широкие как у ЕЦБ. Даже возможность введения QE3 под вопросом

ФРС США находится в менее выигрышной позиции – возможность «качественного» влияния на денежный рынок через понижение ставки у них отсутствует. В текущих условиях на ближайшем заседании ФРС 9 августа инвесторы будут ждать от монетарного регулятора предложений нового пакета стимулирующих мер (QE3). Но даже в этом плане «руки» ФРС связаны (1) спорными по своей эффективности итогами второго раунда количественного смягчения; (2) недавним разрешением проблемы лимита госдолга США и предупреждениями рейтинговых агентств и, следовательно, необходимостью сокращения госдолга.

Таким образом, все наиболее вероятные решения как со стороны ЕЦБ, так и США по-прежнему не способны кардинально решить существующие проблемы, а являются лишь продолжением политики «закинуть банку подальше», хотя по мнению PIMCO более правильной аналогией является «нарастающий ком».

Кардинальным решением для США может стать введение налоговых каникул на репатриацию прибылей в США

С нашей точки зрения, кардинально стимулирующей мерой, способной позитивно повлиять на экономику США могло бы стать разрешение безналоговой репатриации корпоративных прибылей в США. Это немедленно приведет к значительному пересмотру перспектив роста США и сведет к минимуму шанс рецессии. Однако полностью уйти от угрозы не удастся ввиду проблем Европы.

Негативный сценарий – что ждет Россию

Даже принятие экстренных мер европейским и американским центробанками не смогут одновременно успокоить рынки и будут опять таки носить «половинчатый» характер. Состояние двух крупнейших экономик оставляет желать лучшего и, учитывая слабость выходящей статистики, результаты 3 квартала окажутся слабыми. На фоне слабости экономик США и ЕС мы можем увидеть значительное падение нефтяных котировок (вплоть до \$80/баррель), – что станет триггером для продаж российских активов.

Илл 11: Динамика нефти Brent, spot \$/bbl



Источник: Bloomberg

Илл 12: Динамика котировок Rus-30



Источник: Bloomberg

Российские активы из «тихой гавани» могут превратиться в самые продаваемые в силу высокой ликвидности

Пока российские бумаги выглядят наиболее устойчиво к негативным внешним трендам по сравнению с другими развивающимися рынками. Так, индекс РТС с начала года все еще находится «в плюсе» (+1,5%) по сравнению с негативными результатами Бразилии (-23,6%), Мексики (-12,6%) и Китая (-10%). На долговом рынке картина выглядит еще более оптимистично: Rus-30 с начала года подорожал почти на 5 п.п. – со 115,5% от номинала до 120,3%. Таким образом, российские активы в очередной раз подтверждают звание «тихой гавани».

Однако если развитие событий пойдет по сценарию массовой ликвидации позиций западными банками и фондами, как это было в 2008 г, падение российского рынка будет быстрым и сильным, значительно опережая фондовые рынки других стран именно по причине их высокой ликвидности и возможности закрыть позиции в прибыли или с минимальными потерями.

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Управление долговых ценных бумаг и деривативов	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896
Торговые операции	Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Константин Зайцев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, директор по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 783-50 29 Ольга Паркина, вице-президент по продажам (7 495) 785-74 09 Егор Романченко, специалист по продажам (7 495) 786-48 97
Аналитическая поддержка	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 974-25 15 (доб. 8523) Татьяна Цилюрик, аналитик по внешнедолговым рынкам (7 495) 974-25 15 (доб. 7669) Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47 Станислав Боженко, Ph.D старший кредитный аналитик (7 495) 974-25 15 (доб. 7121)
Долговой рынок капитала	Александр Гуня, директор на долговом рынке капитала (7 495) 974-2515 доб. 6368/3437 Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2011 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, 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.