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

Сергей Егиев
Аналитик, Москва
(+7 495) 795-3612

2 марта 2015 г.

Рубль в 2015 г.

На пути к укреплению

Свободное плавание актуализирует вопрос о том, как определить равновесный курс. Ранее ЦБ предоставлял ориентир по курсу рубля, но в режиме свободного плавания рынок предоставлен сам себе. Поскольку рубль в последнее время был крайне волатилен, возникло предпочтение к режиму «грязного плавания», что подтверждается, в том числе, намерением властей обязать компании-экспортеры поддерживать валютный рынок. Несмотря на это, мы считаем, что основной целью новой политики в сложившейся ситуации становится предотвращение появления отклонения курса от его фундаментальной стоимости. Таким образом, сейчас важно ее определить.

При использовании международного критерия оценки стоимость рубля равна 45-50 руб./$, но этот метод ненадежен. Простейший способ расчета фундаментальной стоимости – это сравнение рубля с валютами других развивающихся рынков или с другими нефтяными валютами. В первом случае рубль должен торговаться у отметки 50 руб./$, во втором – у 45 руб./$. Однако ни в одном из случаев нельзя спрогнозировать движение курса на долгосрочном отрезке времени. Санкции дополнительно подрывают его надежность.

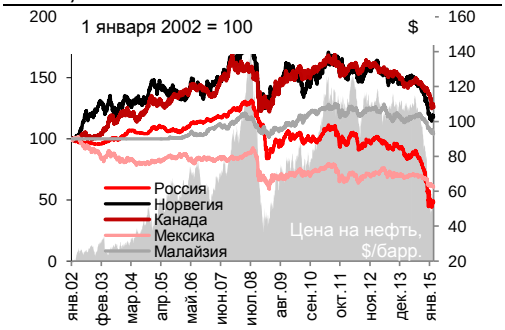
Метод оценки по ППС указывает на хроническую недооценку рубля с 1990-х гг., следовательно, он не подходит. Для оценки фундаментальной стоимости широко используется паритет покупательной способности (ППС). Логика этого метода заключается в том, что курс валюты должен уравнивать цены на одни и те же товары в разных странах. Популярный индекс Биг-Мака, который рассчитывает журнал “The Economist”, демонстрирует этот подход. Однако в случае с Россией с 2000 г. он постоянно указывал на потенциал укрепление рубля в среднем на 70%, тогда как в реальности рубль прошел через два периода ослабления – в 2009 и в 2014 гг.

Оценка с использованием денежных агрегатов указывает на то, что при цене на нефть выше $60/барр. фундаментальная стоимость рубля будет ниже 63 руб./$ в 2015 г. Ранее для расчета фундаментальной стоимости рубля мы сравнивали денежные агрегаты М2 и М0 с резервами ЦБ. Идея заключалась в том, чтобы рассчитать курс рубля при самом неблагоприятном сценарии, когда возникает спрос на конвертацию всех рублей в валюту, а денежные власти защищают курс всеми имеющимися резервами. Отразив объем кредитов ЦБ банковскому сектору, чтобы скорректировать спрос на валюту, и изменения в цене на нефть, чтобы учесть ожидаемое давление на резервы, мы получили 63 руб./$ при цене на нефть $60/барр. к концу 2015 г. Недостаток этого метода заключается в том, что он может не работать при свободном плавании, когда резервы ЦБ не меняются.

При оценке на основе реального курса фундаментальная стоимость рубля оказывается ниже 61 руб./$ при цене на нефть выше $60/барр. на конец 2015 г. Мы также рассчитали номинальный курс из динамики реального курса, полученной на основе нашей оценки потенциального роста ВВП и прогноза цены на нефть. В этом случае фундаментальный курс во многом зависит от уровня инфляции: при росте ИПЦ на 10% и цене на нефть $60/барр. он равен 61 руб./$, тогда как при инфляции 15% – 63 руб./$.

Контроль над инфляцией важен для обеспечения инвестиционного роста и, в конечном счете, стабильности курса. Результаты проведенного выше расчета укладываются в наш текущий прогноз курса рубля на конец 2015 г. 55 руб./$. Однако, если ранее главной переменной, влияющей на наш прогноз, была цена на нефть, то при расчете фундаментальной стоимости на основе реального курса эта роль отводится инфляции. После периода ослабления реального курса неминуем период его укрепления. Однако при благоприятном сценарии это произойдет через укрепление номинального курса, а не за счет инфляции. Сохранение контроля над инфляцией первостепенно для обеспечения инвестиционного роста и, в конечном счете, долгосрочной стабильности курса. Межстрановой анализ показывает, что высокая производительность труда – фактор стабильности курса. И, наоборот, при низкой производительности, вероятность нового раунда ослабления валюты только возрастает.

Цена Brent, $/барр. и динамика нефтяных валют, 1 янв. 2002 = 100

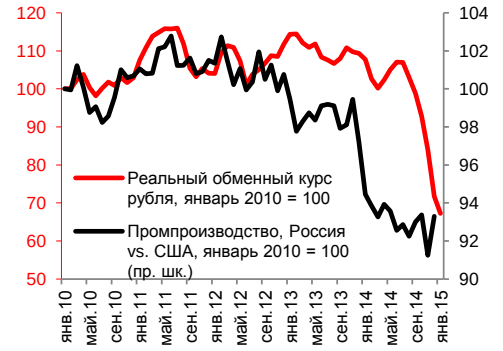


Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Денежные агрегаты для расчета фундаментальной стоимости, 2007 – янв. 2015

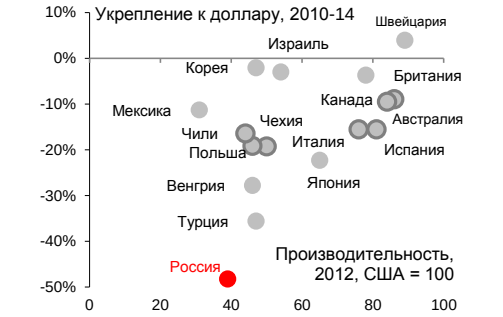
Источники: Bloomberg, ЦБ РФ, Альфа-Банк

Реальный курс и промпроизводство, Россия vs. США, Янв. 2010 = 100



Источники: Bloomberg, ЦБ РФ, Альфа-Банк

Укрепление валюты в 2010-2014 гг., % и производ-сть труда в 2012 г., США = 100



Источники: ОЭСР, Bloomberg, Альфа-Банк

Аналитический отдел research@alfabank.ru

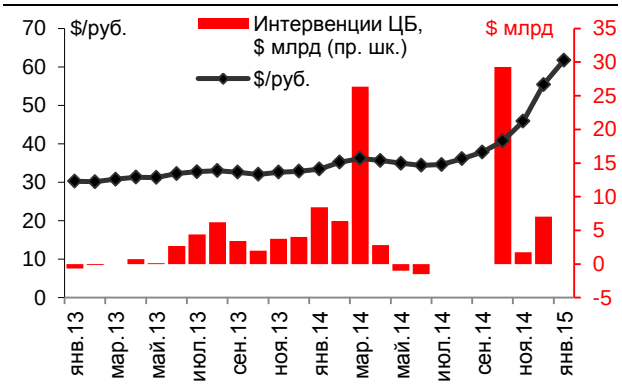
Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета.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

Рубль в 2015 г.: на пути к укреплению

10 ноября ЦБ перешел к свободному плаванию; хотя контроль за волатильностью курса сохранится, задача новой политики – предотвратить отклонение рыночного курса от его фундаментальной стоимости

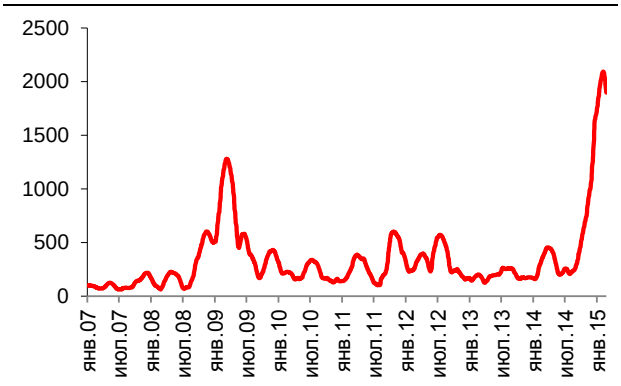
Весь прошлый год в России осуществлялся постепенный переход к режиму свободного плавания. Действительно, 10 ноября ЦБ, израсходовав предварительно за октябрь $30 млрд на интервенции (см иллюстрацию 1), объявил о формальном отказе от обязательств таргетировать курс. Однако сейчас, спустя четыре месяца, стало ясно, что рубль может демонстрировать крайне высокие уровни волатильности (см иллюстрацию 2), что создает предпочтение к проведению политики «грязного», а не свободного плавания. Это мнение подтверждается как решением властей обязать экспортеров продавать экспортную выручку на рынке, так и более активными продажами валюты Минфином. Хотя ЦБ не присутствует на рынке открыто, нынешнюю политику регулятора крайне сложно отождествить с полноценным режимом свободного плавания. С другой стороны, мы убеждены, что хотя ЦБ пытается снизить волатильность на рынке, новая политика направлена на преодоление отклонения рыночного курса рубля от его фундаментальной стоимости. Таким образом, в нынешней ситуации важно понимать, как оценить фундаментальную стоимость рубля.

Илл. 1. $/руб. и интервенции ЦБ, $ млрд



Источники: Bloomberg, ЦБ РФ, Альфа-Банк

Илл. 2. Индекс волатильности $/руб., 90 дней

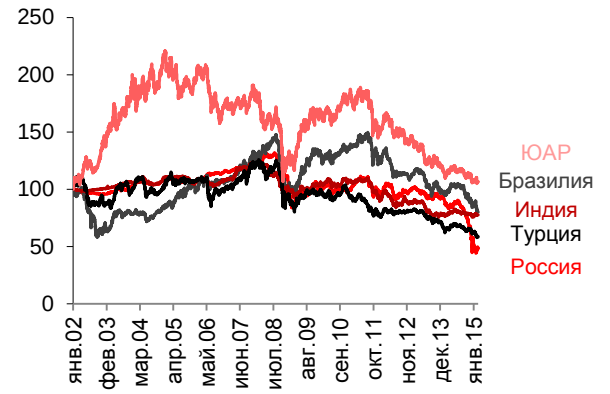


Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Использование валют других развивающихся стран в качестве критерия сравнения указывает на 20%-й потенциал роста номинального курса, но такая оценка ненадежна с учетом коррекции на сильные макро индикаторы России с одной стороны, и слабый потенциал роста с другой

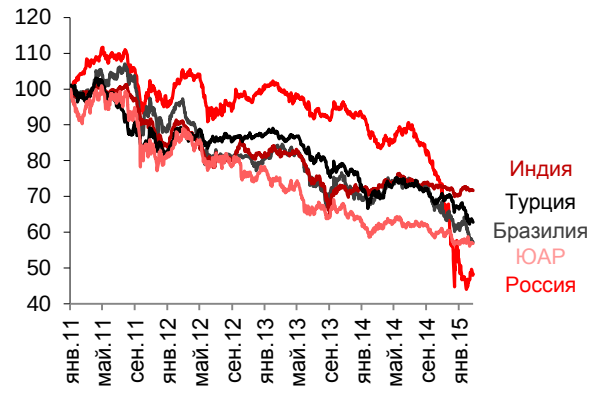
Простейший способ определения недооцененности или переоцененности любой валюты – международное сопоставление. Сравнение рубля с валютами других развивающихся рынков показывает, что его ослабление в период 2002-2014 гг. в общем и целом соответствовало динамике валют стран-аналогов (см иллюстрации 3-4). Исходя из средней динамики развивающихся валют, у рубля есть все шансы укрепиться на 30% до 50 руб./$. Однако ориентир на среднюю динамику слишком неточен. Так, у России в отличие от ряда развивающихся рынков сильные фундаментальные макро индикаторы; в частности, очень низкий уровень госдолга – 16% ВВП, что указывает на то, что рубль должен быть одной из сильнейших валют на развивающихся рынках. В то же время потенциал роста российской экономики ослабевает, оказывая давление на динамику рубля. Кроме того, в условиях санкций не понятно, до какой степени Россию теперь можно отождествлять с этой группой стран.

Илл. 3. Валюты EM, 1 янв. 2002 = 100



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Илл. 4. Валюты EM, 1 янв. 2011 = 100



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Сравнение рубля с нефтевалютами не работает в долгосрочной перспективе, но краткосрочно оказалось эффективным вплоть до 2014; при таком подходе сейчас рубль должен торговаться у отметки 45 руб./$

Сопоставление рубля с другими нефтяными валютами – еще один традиционной критерий оценки российской валюты. Этот метод был эффективным на краткосрочном временном горизонте – с 2011 до середины 2014 г. (см иллюстрацию 5). Однако падение цены на нефть в 2П14 оправдывает ослабление нефтяных валют лишь на 20%, т.е. в случае российской валюты до 45 руб./$, однако в реальности рубль потерял 40% своей стоимости. Кроме того, в долгосрочной перспективе этот критерий оказался несостоятельным (см иллюстрацию 6). Особенно наглядно это видно на примере 2008 и 2012 гг. Так, при средней цене на нефть $98/барр. в 2008 г. рубль торговался на уровне 25 руб./$., а в 2012 г., когда нефть стоила в среднем $112/ барр., средний курс рубля составлял 31 руб./$, то есть, по сути, был на 20% дешевле, чем в 2008 г. Таким образом, важно понимать, какие факторы определяют фундаментальную стоимость рубля, и где она находится сейчас.

Илл. 5. Нефтевалюты, 1 янв. 2011 = 100 и цена Brent, $/барр.

Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Илл. 6. Нефтевалюты, 1 янв. 2002 = 100 и цена Brent, $/барр.

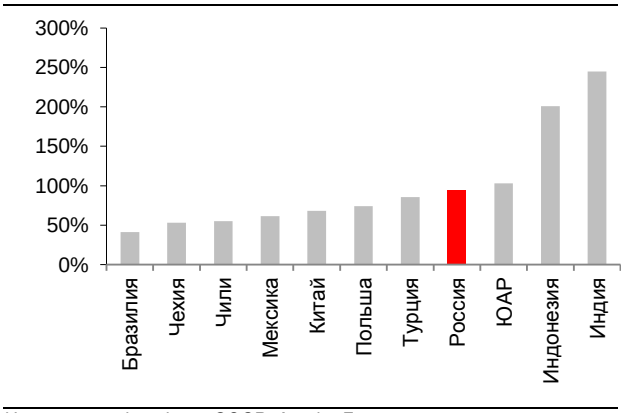
Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Паритет покупательной способности – один из основных методов определения фундаментальной стоимости; но этот метод никогда не мог правильно спрогнозировать период ослабления и всегда говорил о потенциале роста

Одним из стандартных инструментов оценки фундаментальной стоимости валюты является расчет курса на основе паритета покупательной способности (ППС). Этот метод оценки предполагает, что в равновесном состоянии курс должен уравнивать цены на одни и те же товары в различных странах. Популярным примером его применения является индекс Бик-Мака, рассчитываемый журналом “The Economist”. Исходя из этого метода, рубль в 2014 г. был одной из самых недооцененных валют на развивающихся рынках и мог укрепиться почти на 100% до 20 руб./$ (см иллюстрацию 9). Однако на практике ситуация оказывается совсем не столь впечатляющей. Так, в случае с Россией данные этой оценки, начиная с 2000 г. постоянно указывали на сильный (как минимум на 70%) потенциал укрепления рубля. Тем не менее, Россия прошла через два периода сильного ослабления рубля – в 2009 г. и в 2014 г. (см иллюстрацию 10). Таким образом, этот метод расчета скорее отражает относительно низкий уровень жизни в России, а его текущее значение,

указывающее на 100%-й потенциал укрепления, нельзя воспринимать как указание на то, что совсем скоро номинальный курс действительно начнет укрепляться.

Илл. 7. Потенциал роста стоимости национальной валюты на основе ППС, 2014



Источники: Bloomberg, ОЭСР, Альфа-Банк

Илл. 8. Среднегодовой курс и потенциал укрепления рубля по ППС, 2000-2014

Источники: Bloomberg, ОЭСР, Альфа-Банк

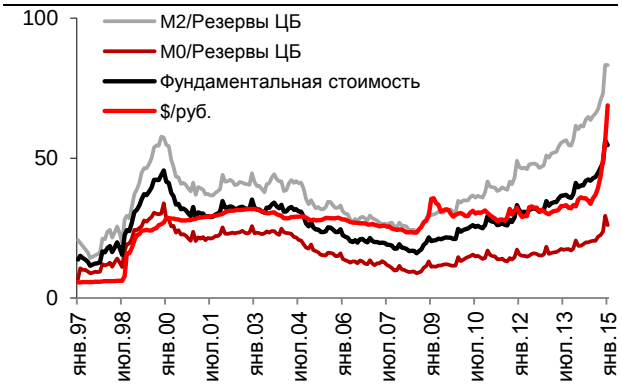
Сравнение М2 и М0 с резервами ЦБ говорит об отклонении рыночного курса от фундаментальной стоимости с 2013 г. В этом случае фундаментальная стоимость рубля составляет 56 руб./$ на конец 2014 г.

До перехода ЦБ к режиму свободного плавания в 2014 г. при расчете фундаментальной стоимости мы исходили из монетарного взгляда на курс. В основе этого метода лежит идея сравнения ключевых денежных агрегатов с золотовалютными резервами ЦБ. Смысл сравнения сводится к тому, чтобы определить, какой курс будет преобладать, если (1) предпочтение конвертировать рубли в валюту достигнет крайней степени и (2) ЦБ продаст на рынок все золотовалютные резервы с целью предотвратить такое бегство в валюту. Мы рассчитали фундаментальную стоимость рубля как среднее двух индикаторов – денежной массы М2/резервов и денежной массы М0/резервов. Как мы уже упоминали в нашем обзоре “Ослабление рубля: не все риски учтены рынком” от 4 февраля 2014 г., этот метод помог нам определить возникшее в 2013 г. отклонение рыночного курса от его фундаментальной стоимости. При этом методе рубль в конце 2014 г. должен был стоить примерно 56 руб./$; при этом само значение индикатора служило правильным сигналом к ослаблению рубля; однако, как и в случае с предыдущими критериями оценки, он недооценил глубину ослабления, т.е. никак не обосновывал происшедшее в декабре ослабление рубля до 80 руб./$.

С учетом коррекции на кредиты ЦБ банкам и изменения в цене на нефть фундаментальная стоимость рубля на декабрь 2014 г. составляла 74 руб./$ при этом методе оценки

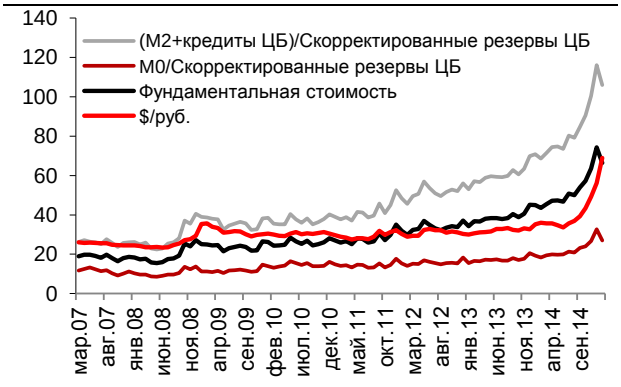
Для улучшения прогнозной силы этого метода в расчетные компоненты можно внести несколько поправок. Так, к денежной массе М2 мы добавили кредиты ЦБ. В результате этой коррекции нам удалось учесть потенциальный спрос на валюту в случае кризиса, а фундаментальная стоимость рубля с учетом этой коррекции составила уже 66 руб./$ на конец 2014 г. Кроме того, прогноз фундаментальной стоимости можно строить и с учетом высокой волатильности цен на нефть. С этой целью мы скорректировали золотовалютные резервы на помесячные изменения в цене на нефть, предположив, что инвесторы будут воспринимать изменения цены на нефть как ожидаемые изменения в резервах ЦБ в ближайшие 12 месяцев. Оценка, сочетающая масштаб кредитования ЦБ банкам и коррекцию резервов ЦБ на изменения в цене на нефть показала, что рубль стоил всего 74 руб./$ в конце 2014 г. Мы считаем, что это значение фундаментальной стоимости весьма точно отражает то, что произошло с рублем в декабре 2014 г.

Илл. 9. Денежные агрегаты для расчета фундаментальной стоимости, 1997 – янв. 2015 г.



Источники: Bloomberg, ЦБ РФ, Альфа-Банк

Илл. 10. Скор. денеж. агрегаты для расчета фундаментальной стоимости, 2007 – янв. 2015 г.



Источники: Bloomberg, ЦБ РФ, Альфа-Банк

При росте денежной массы на 7%, увеличении резервов до $420 млрд и цене на нефть выше $60/барр. курс рубля должен быть сильнее, чем сегодня

Используя этот метод определения фундаментальной стоимости, мы получили несколько сценариев на 2015 г. В ходе расчетов мы исходили из следующих допущений – компоненты денежной массы вырастут на 7%, отразив незначительное возобновление сбережений в рублях в противовес их росту на 4% в 2014 г., резервы ЦБ восстановятся до $420 млрд, что отражает в основном закрытие позиции по обратному валютному свопу на $19 млрд в конце 2014 г., а евро чуть укрепится на глобальных рынках. Мы также ожидаем, что ЦБ сможет забрать обратно примерно 1 трлн руб. из банковского сектора. Наконец, мы заложили три возможных сценария цены на нефть – $60/барр., $80/барр. и $100/барр. на 2015 г. С учетом этих допущений мы получили три варианта фундаментальной стоимости рубля – соответственно 63 руб./$, 55 руб./$ и 49 руб./$. Таким образом, все три сценария говорят в пользу укрепления рубля в 2015 г.

Илл. 11. Фундаментальная стоимость руб./$ на конец 2015 г. при расчете на основе различных денежных агрегатов

	60$	80$	100$
Среднее от (M2+кредиты ЦБ)/Скорректированные резервы ЦБ и M0/Скорректированные резервы ЦБ	63	55	49

Источники: Bloomberg, ЦБ РФ, Альфа-Банк

При свободном плавании, когда резервы ЦБ не меняются, этот метод может быть не столь эффективным

Недостаток этого метода заключается в том, что при свободном плавании он может оказаться не столь эффективным. Если ЦБ возобновит валютные интервенции, этот метод опять станет надежным ориентиром стоимости рубля. Однако если резервы ЦБ меняться не будут, то мы вынуждены будем прибегнуть к другим методам оценки.

Как альтернативу мы используем подход на основе реального курса – он отражает производительность труда и условия торговли и позволяет определить масштаб коррекции курса в будущем

В связи с этим мы решили рассчитать номинальный курс еще одним способом – исходя из прогноза реального курса. В отличие от предыдущего метода, на этой оценке переход России к свободному плаванию не сказывается отрицательно; этот метод позволяет учитывать динамику производительности труда внутри страны и за рубежом (см иллюстрацию 14); кроме того, на него сильно влияют условия торговли, т. е. соотношение российских экспортных и импортных цен (иллюстрация 15). Эта оценка позволяет определить направление движения курса и весьма точно спрогнозировать масштаб его коррекции.

Илл. 12. Реальный курс и промпроизводство, Россия vs. США, янв. 2010 = 100

Источники: Bloomberg, ЦБ РФ, Альфа-Банк

Илл. 13. Реальный курс и условия торговли, янв. 2003 = 100

Источники: Bloomberg, ЦБ РФ, Альфа-Банк

При этом методе номинальный курс равен 61 руб./$ при цене на нефть $60/барр.

Так, заложив наши ожидания потенциального роста российского ВВП на 1-2% в год (см наш обзор "Экономический рост в России" от 30 ноября 2013 г.), мы рассчитали прогноз реального курса на конец 2015 г. Затем, используя наш прогноз роста ИПЦ на 10% в 2015 г., мы рассчитали номинальный курс рубля, исходя из прогноза реального курса при различных сценариях цены на нефть. В итоге мы получили результат близкий к результату предыдущего метода оценки – 61 руб./$ при цене на нефть $60/барр. и 58 руб./$ при цене на нефть 80$/барр.

Этот метод чувствителен к прогнозу инфляции: однако даже при инфляции 15% рубль должен находиться у отметки 63 руб./$ в 2015 г.

Наши опасения, однако, связаны с тем, что этот метод опирается на конкретный прогноз инфляции. В последнее время ухудшение инфляционного тренда опережает прогнозы, что может быть отражено в ожиданиях валютного рынка. Тем не менее, даже при наихудшем сценарии (см иллюстрацию 14), то есть при инфляции 15% и цене на нефть $60/барр. в 2015 г., номинальная фундаментальная стоимость рубля очень близка к текущему рыночному курсу. Это говорит о том, что рынок уже учел негативный сценарий, и потенциал укрепления курса, безусловно, есть.

Илл. 14. Прогноз курса рубля при оценке на основе реального курса

	60$	80$	100$
Инфляция 10% в 2015 г.	61	58	55
Инфляция 15% в 2015 г.	63	61	58

Источники: Bloomberg, ЦБ РФ, МВФ, Росстат, Альфа-Банк

Оценки с помощью денежных агрегатов и реального курса говорят об укреплении рубля. Наш прогноз 55 руб./$ на конец 2015 г. не изменился

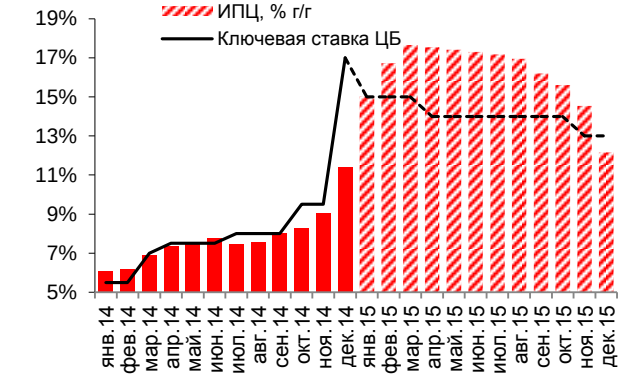
В принципе, оба метода оценки – как на основе денежных агрегатов, так и с помощью реального курса – говорят о том, что если цена на нефть в 2015 г. будет в среднем превышать $60/барр., у рубля есть сильный потенциал укрепления. Это мнение укладывается и в наш нынешний прогноз курса на 2015 г. – 55 руб./$.

Стабильность курса зависит от усилий ЦБ сдержать инфляцию, что является залогом возобновления инвестиционного роста: межстрановой анализ говорит о том, что высокая производительность – фактор стабильности курса

Успешность политики инфляционного таргетирования – принципиально важное условие достижения долгосрочной стабилизации курса, и это еще один важный итог анализа, основанного на реальном курсе рубля. Недавнее ослабление номинального курса, вызвавшее ослабление реального курса, послужило сильным толчком к росту конкурентоспособности российских производителей. Как и в посткризисный период 2009 г., реальный курс сейчас будет укрепляться, но для России лучше проводить этот процесс через постепенное укрепление номинального курса, а не через рост цен. Если укрепление будет достигнуто ценой высокой инфляции, то рано или поздно неизбежно последует новая волна ослабления номинального курса. Таким образом, мы считаем, что ЦБ необходимо приложить максимум усилий, чтобы сдержать инфляционные риски, а ключевая ставка должна оставаться высокой. Стабилизация инфляции – необходимое условие

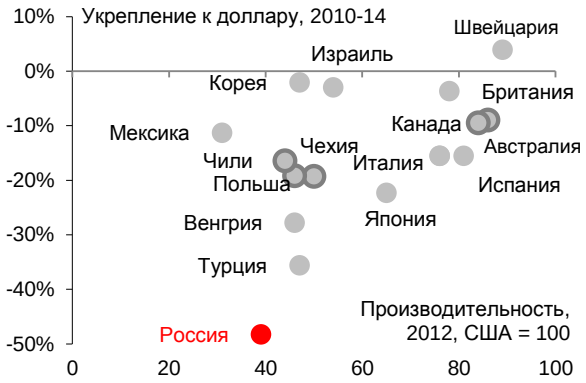
инвестиционного роста, который в свою очередь необходим для роста производительности и расширения потенциала роста ВВП. Межстрановой анализ демонстрирует важность таргетирования инфляции через сопоставление производительности труда и динамики национальных валют. Чем выше производительность труда, тем больше шансов сохранить стабильность валюты в условиях волатильных внешних рынков. И, наоборот, при низкой производительности вероятность новой волны ослабления валюты только возрастает.

Илл. 15. Ключевая ставка ЦБ и ИПЦ, % г/г



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Илл. 16. Укрепление валют в 2010-14 гг., % и производ-сть труда в 2012 г., США = 100



Источники: Bloomberg,ОЭСР, Альфа-Банк

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Директор по продажам и торговле акциями	Майкл Пиджиолис
Телефон/Факс	(7 495) 795-3712
Аналитический отдел	
Телефон/Факс	(7 495) 795-3676
Макроэкономика	Наталия Орлова, Ph.D, Дмитрий Долгин
Нефть и Газ	Александр Корнилов, к.э.н., CFA
Банковский сектор, Медиа, Телекоммуникации	Марина Карапетян
Розничная торговля, Недвижимость, Транспорт	Андрей Никитин
Металлургия, Горная добыча	Дмитрий Глушаков
Рынок долговых инструментов	Екатерина Леонова
Аналитическая поддержка российских клиентов	Гельды Союнов, Алан Казиев
Редактор	Кристофер Роуз
Перевод	Анна Мартынова
Торговые операции и продажи	
Телефон	(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522
Продажи иностранным клиентам	Дмитрий Матюхин
Продажи российским клиентам	Дмитрий Демченко
Группа продаж Альфа-Директ	(7 495) 795-3680
	Сергей Рыбаков, Валерий Кремнев

© 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, 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