

# Новости глобальной экономики

## Итоги 2020 года и ожидания

Декабрь 2020

### 1. Глобальный шок, реакция товарных и финансовых рынков

### 2. Мировая экономика в 2020 году

- Падение экономик
- Реакция стран: меры бюджетной и денежно-кредитной политик
- Экономика России в 2020 году

### 3. Ожидания и риски в среднесрочной перспективе

- Вакцина, скорость восстановления глобальной экономики
- Экономика России в 2021 году
- Риски затяжного кризиса

### 4. Приложение. Короткие страновые справки

# Глобальный шок, реакция финансовых и товарных рынков

- Энергетика: самые «пострадавшие» от пандемии товары – нефть и уголь. Цены на многие промышленные металлы, а также золото – выросли
- Медленное восстановление спроса на нефть, к концу 2021г избыток ~5 мб/д
- Ждем постепенного ослабления ограничения добычи ОПЕК+
- Восстановление притока капитала на EM зависит от сегмента рынка и страны

## Распространение коронавируса 2019-нСov

Ключевым событием текущего года стало распространение пандемии коронавируса 2019-нСov. По данным на 21 декабря 2020г в мире зарегистрировано 77,2 млн случаев заболевания и 1,7 млн смертей. В целях ограничения давления на сферу здравоохранения странами были предприняты ограничительные меры, приведшие к серьезным социально-экономическим последствиям. Произошедший глобальный экономический кризис стал сильнейшим за все послевоенное время. Глубина и неординарность текущего кризиса стали причиной постоянных изменений прогнозов в течение года. Неопределенность по поводу дальнейшего развития эпидемиологической ситуации и восстановления экономик и сейчас остается в центре внимания. В этом выпуске мы отразили ключевые экономические события 2020 года, а также некоторые прогнозы на среднесрочную перспективу.

## Товарные рынки. Итоги

### Цена Urals выросла с \$8,4/барр. весной до \$51/барр. к концу 2020г

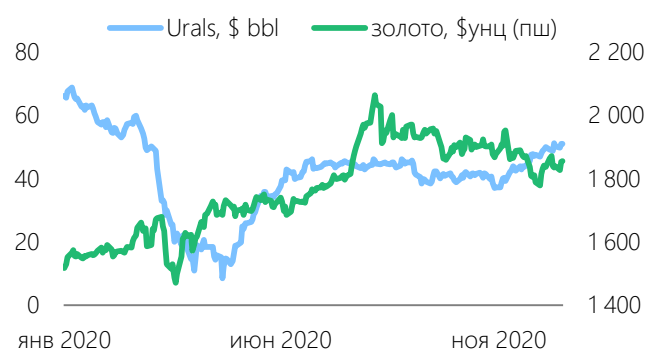
**Нефть** Urals подешевела на весеннем пике пандемии до \$8,4/барр. После вступления в силу договоренности ОПЕК++ об ограничении добычи нефти, а также на фоне медленного восстановления спроса котировки выросли к лету до \$40-45/барр., а к концу декабря Urals подорожала до \$51/барр. Факторами поддержки цен стали создание нескольких вакцин от COVID-19 и новая договоренность ОПЕК+. Весенняя сделка ОПЕК+ предусматривала ослабление ограничения добычи (составляющее 7,7 мб/д к концу 2020г) до 5,7 мб/д с января 2021г. Однако ОПЕК+ приняла решение о менее существенном ослаблении – до 7,2 мб/д.

Согласно оценкам Международного энергетического агентства (МЭА), падение мирового спроса на нефть в 2020г составило 8,8 мб/д, минимум спроса пришелся на 2кв (-16,3 мб/д гг). Основным регионом, за счет которого восстанавливался спрос, стали страны Азии (в первую очередь, Китай). По данным Energy Information Administration (EIA), избыток на мировом рынке нефти, накопленный в 1П 2020г составил 13,1 мб/д.

**К концу 2021г накопленный избыток на мировом рынке нефти ожидается на уровне ~5 мб/д**



**В 2020г нефть подешевела на 22%, а золото подорожало на 22%**



### ВИЭ – единственный энерг.товар, спрос на который не упал

По оценке МЭА, второй после нефти по масштабу падения мирового спроса в 2020г энергетический товар – **уголь** (сокращение спроса на 7%). Снижение мирового спроса на **газ** в 2020г составило 3,3%. Восстановление спроса на СПГ во многом поддерживают страны Азии. Единственным сегментом мирового энергетического рынка, не столкнувшимся в 2020г с падением спроса, стали **возобновляемые источники энергии (ВИЭ)** (спрос вырос на 0,9%).

### Цены многих металлов в 2020г заметно выросли

Цены на многие металлы не только восстановились после «провала» весной, но и значительно выросли относительно начала 2020г. В частности, котировки **алюминия** достигли максимума с ноября 2018г. Поддержку оказало восстановление экономики Китая наряду с его «превращением» в 2020г в нетто-импортера алюминия и сплавов. Цена **меди** также выросла на фоне восстановления китайской экономики.

### Товарные рынки. Прогнозы

### К концу 2021г сохранится избыток нефти ~5 мб/д

Рынок не ожидает возвращения объемов мирового спроса на **нефть** к уровню до пандемии ранее 2022г. По прогнозу EIA, совокупный объем дефицита на мировом рынке нефти за период с 3кв 2020г по 4кв 2021г составит 8,5 мб/д. Однако объем накопленного избытка предложения, который сохранится к концу 2021г, – 4,6 мб/д.

Давления на цены в 2021г продолжит оказывать медленное восстановление спроса – на фоне сохраняющейся пока пандемии. Факторы поддержки котировок – массовая вакцинация от COVID-19 и ограничение добычи ОПЕК+.

### ОПЕК+ будет главным «игроком», влияющим на предложение нефти

По прогнозу МЭА, прирост мирового предложения нефти в 1кв 2021г будет обеспечен, главным образом, странами ОПЕК+. Производители за пределами соглашения ОПЕК+ (и не входящие в ОПЕК) в 2021г в совокупности увеличат добычу на 0,4 мб/д (оценка рынка – менее 0,5 мб/д). Фактором, затрудняющим быстрый рост производства, является снижение инвестиций в мировой энергетический сектор, составившее в 2020г около 18%.

### Ждем постепенное ослабление ограничения ОПЕК+

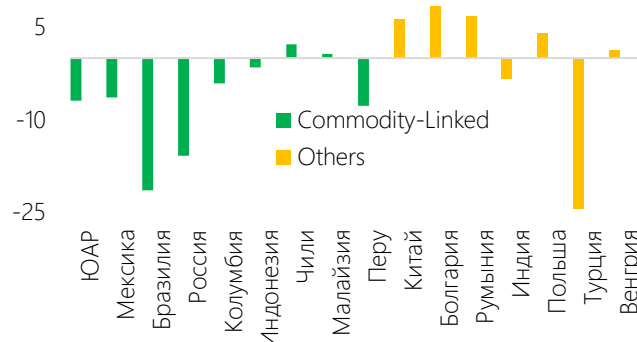
Мы ожидаем, что ОПЕК+ продолжит постепенное ослабление ограничения добычи. Ключевая дилемма – баланс между ценой, поддерживающей доходы бюджетов, и стремлением избежать острой конкуренции с США за долю рынка. Согласно МЭА, за последние 10 лет ~60% роста мирового спроса на нефть и газ удовлетворяли США (в том числе опираясь на льготное кредитование сланцевой отрасли, которое сейчас исчерпано). По прогнозу EIA, добыча США увеличится до 11,4 мб/д к концу 2021г. Участники рынка ждут устойчивый рост добычи США при ценах от \$50/барр.

Вне контроля ОПЕК+ пока останутся поставки нефти из Ливии (~1,2 мб/д). Кроме этого, в зависимости от геополитической обстановки, мировое предложение может увеличиться за счет Ирана (1,5-2 мб/д) и Венесуэлы.

### Цены на многие металлы значительно выросли в 2020г (1январь=100)



### Валюты некоторых ЕМ по итогам 2020г окреплись (но не рубль)



Возвращение загрузки мировых **НПЗ** к показателям до пандемии, по ожиданиям рынка, произойдет не раньше конца 2021г. Пандемия «усилила» процесс, начавшийся в отрасли ранее – ввод новых, более эффективных, мощностей в Азии и на Ближнем Востоке, которые вытесняют с рынка менее эффективные НПЗ.

### Восстановление производства электроэнергии – поддержка цен угля

В 2021г мы ожидаем продолжения восстановления мирового производства электроэнергии, что, вероятно, станет фактором поддержки цены **угля**. В то же время долгосрочные «перспективы» угля во многом связаны с политикой стран по переходу на «чистое» топливо. Китай, Япония и Южная Корея уже объявили о планах стать «углеродно-нейтральными» и снизить выбросы в атмосферу.

### Цены меди могут поддержать «зеленые» инвестиции

Фактором поддержки спроса на **алюминий** в 2021г, вероятно, станет восстановление экономик стран кроме Китая. В то же время давление на цену могут оказать накопившиеся запасы (особенно – за пределами Китая) и устойчивый рост производства алюминия в Китае. Участники рынка ожидают возвращения потребления алюминия к уровням до пандемии не ранее 2022г.

Рынок ждет, что крупные экономики могут сделать ставку на «зеленое восстановление»: рост доли производства электроэнергии из ВИЭ и увеличение проникновения транспортных средств на новой энергии. «Зеленые» инвестиции могут вызвать существенный рост спроса и цены **меди** в ближайшие несколько лет.

### Финансовые рынки и развивающиеся страны

### Восстановление фондовых рынков AEs и EMs – за счет США и Китая

Восстановление фондовых рынков не было равномерным и сопровождалось эпизодами повышенной волатильности. Индексы MSCI (развитых стран и развивающихся рынков) к концу декабря на 11-12% выше, чем в начале 2020г. Однако восстановление фондовых рынков развитых (AEs) и развивающихся (EMs) экономик в значительной мере связано с рынками США и Китая, без которых восстановление гораздо более «скромное».

### Восстановление притока капитала в «долг» EM сильно зависит от сегмента

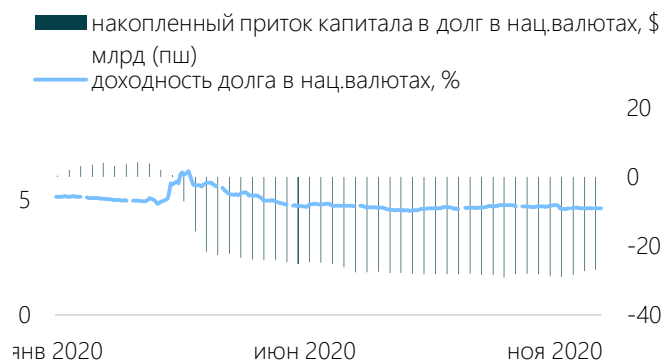
Восстановление притока портфельного капитала в USD-облигации развивающихся стран (за исключением Китая) началось в мае и сохранилось до конца 2020г. Накопленный объем портфельного капитала в указанные бумаги к декабрю достиг \$10,4 млрд. Спред доходности USD-долга развивающихся стран (кроме Китая) в конце 2020г снизился до 197 бп против 423 бп в конце марта.

В то же время восстановления притока портфельного капитала в долговые инструменты EM (кроме Китая), номинированные в национальных валютах, в 2020г практически не началось. Накопленный объем портфельного капитала в эти бумаги вышел в отрицательную область в конце марта (-\$6,9 млрд) и к декабрю составил -\$26,8 млрд. Доходности соответствующих бумаг снизились до 4,7% против 6,3%

#### Приток капитала в USD-облигации развивающихся стран кроме Китая – ждем сохранения в «плюсе»



#### Приток капитала в долги EM (кроме Китая) в национальных валютах – не ждем быстрого восстановления



в конце марта. Отдельно отметим, что накопленный объем портфельного капитала в долговые бумаги Китая, номинированные в юанях, к декабрю достиг \$12,4 млрд. (выше, чем в USD-долг всех EM за исключением Китая).

Чистый приток капитала на рынок акций Китая вышел в положительную область в ноябре 2020г. Также, сократился масштаб чистого оттока из акций других EM.

**Рубль ослаб за 2020г на 16%**

Валюты многих EM к концу 2020г отыграли часть ослабления, а некоторых EM – укрепились. В большей степени этот относится к валютам экономик, не ориентированных на производство и экспорт ресурсных товаров. Значительно более слабыми, чем в начале 2020г, к концу декабря остались валюты Бразилии (-22%), Турции (-24%) и России (-16%). Курс рубля к концу декабря – 73,6 руб./\$. Мы ожидаем сохранения сложившейся структуры притока капитала в долговые инструменты EM и «интереса» инвесторов к акциям EM на фоне восстановления мировой экономики и возможного повышения «аппетита к риску».

## Мировая экономика в 2020 году

- МВФ: Сокращение мировой экономики составило 4,4%гг в 2020г
- МВФ: Объемы мировой торговли снизились на 8,1%гг в 2020г
- Падение активности в промышленности оказалось меньше, чем в торговле
- Денежно-кредитная политика в развитых странах будет оставаться мягкой
- Мировой государственный долг приблизился к рекордным 100% ВВП в 2020г

**Пандемия резко ударила по мировой экономике**

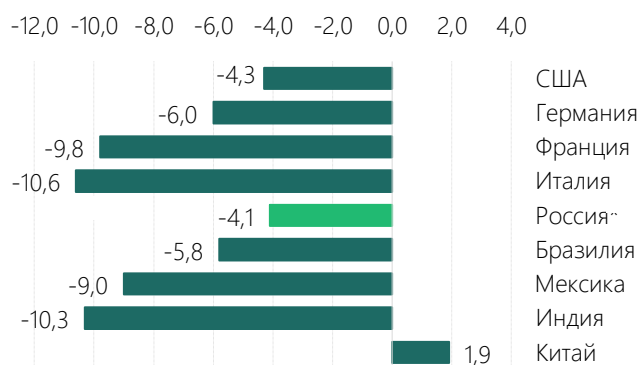
### Падение экономик

Введение карантинных ограничений из-за распространения коронавируса оказало беспрецедентное влияние на экономическую активность в 2020г. По оценкам МВФ, падение мировой экономики в 2020г составило 4,4%гг после роста на 2,8%гг годом ранее. Сокращение ВВП в развитых странах оценивается на уровне 5,8%гг (против роста на 1,7%гг в 2019г), в развивающихся странах – на 3,3%гг (против роста на 3,7%гг в 2019г). Отметим, что подготовленность азиатских стран к пандемии оказалась лучше, чем на западе. Образцовая реакция на кризис в Китае позволила экономике вернуться к росту уже в текущем году. По оценкам МВФ, экономика Китая выросла на 1,9%гг в 2020г. Эффект кризиса на Россию оценивается в 4,1%гг в 2020г, – меньше, чем в других европейских странах. Для сравнения, ВВП Италии упал на 10,6%гг, Испании – на 12,8%гг, Франции – на 9,8%гг. Неопределенность касательно развития эпидемиологической обстановки и эффективности вакцинации, скорее всего, будет сказываться на скорости восстановления мировой экономики в 2021г. МВФ ожидает рост мировой экономики на уровне 5,2%гг в следующем году.

**МВФ: Объемы мировой торговли снизятся на 8,1%гг**

Уникальная природа текущего кризиса способствовала масштабному сокращению активности в мировой торговле. Согласно оценкам МВФ, объемы мировой торговли товарами снизились в среднем на 8,1%гг в 2020г после роста на 0,2%гг в прошлом году. По мере снятия ограничений активность в мировой торговле товарами начала восстанавливаться в июне, что отчасти связано с ростом экспорта из Китая на фоне увеличения внешнего спроса на медицинское оборудование и оборудование для дистанционной работы. Повторные волны коронавируса, вероятно, будут сдерживать дальнейшее восстановление активности. В то же время, риски торговых конфликтов остаются на повестке. По расчетам института мировой экономики Петерсона (PIIE), Китай выполнил условия торговой сделки лишь на 57% в октябре 2020г. Объем экспорта США в Китай указанных в договоре товаров составил \$71

**Падение ВВП России в 2020г будет меньше, чем в других странах (%гг, оценки МВФ)**



**Пандемия привела к масштабному сокращению в торговле и промышленности**



млрд с января по октябрь 2020г против целевого показателя в \$125,4 млрд. Отметим, что позиция нового президента США Джо Байдена в части торговых конфликтов выглядит менее агрессивной.

### **Промышленность упала меньше торговли**

Эффект пандемии на активность в промышленном секторе оказался меньше, чем в торговле (см. график). Согласно данным CPB Netherlands Bureau For Economic Policy Analysis, объемы мировой промышленности резко сократились на пике «первой волны» пандемии – на 12,2%гг в апреле и 11,5%гг в мае (против падения объемов мировой торговли на 16,2%гг в апреле и 17,5%гг в мае). По мере адаптации мировой экономики к новым условиям мировая промышленность начала восстанавливаться. Настроения бизнеса в промышленности улучшаются. Глобальный промышленный индекс PMI держится выше критической отметки в 50 пунктов пятый месяц подряд. Несмотря на ухудшение эпидемиологической обстановки, в ноябре индекс деловой активности в секторе обработки вырос до 53,7 пунктов – максимум с февраля 2018г. Промышленники указывают на рост объемов выпуска на фоне восстановления потоков международной торговли. Показатель промышленного PMI развитых стран вырос до 53,8 пунктов, индекс развивающихся рынков увеличился до 53,9 пунктов. В ряде стран промышленный индекс PMI в ноябре оказался ниже 50 пунктов: Греция, Мексика, Россия, Малайзия, Япония, Франция.

### **Реакция стран: меры бюджетной и денежно-кредитной политик**

### **ДКП в развитых странах будет оставаться мягкой**

Крупнейшие центральные банки развитых стран перешли к смягчению денежно-кредитной политики в ответ на риски для экономики со стороны распространения коронавируса. ФРС в марте экстренно понизила диапазон ключевой ставки на 100бп до 0-0,25%. Одновременно со снижением ключевой ставки регулятор объявил о новом запуске программы количественно смягчения (QE). Позже в сентябре ФРС объявила о пересмотре своей стратегии (переход к таргетированию «средней инфляции на уровне 2%»). ЕЦБ, в свою очередь, временно расширил программу покупки активов (APP), внедрил программу покупок активов во время пандемии (PEPP), расширил программу целевых операций долгосрочного рефинансирования (TLTRO III, ставка по операциям TLTRO была снижена до -0,5%(-1,0%)). Денежно-кредитная политика в развитых странах, вероятно, будет оставаться ультрамягкой на фоне медленного восстановления мирового спроса после пандемии. Рыночные инфляционные ожидания (5y/5y forward) указывают на сохранение подавленного инфляционного фона.

### **В США ввели новые инструменты денежной политики**

Большинство стран в этот кризис задействовали новые инструменты денежно-кредитной политики. ФРС впервые в 21 веке начала напрямую кредитовать экономику через программы закупки муниципальных и корпоративных облигаций, как крупного бизнеса, так и МСП. Были значительно расширены кредитные линии для других центральных банков – еврозоны, Англии, Австралии, Швейцарии, Японии и т.д. Как и в 2008г была запущена программа предоставления ликвидности на денежном рынке (рынок краткосрочных корпоративных облигаций). Но главное – ФРС начала предоставлять до \$1 трлн по операциям РЕПО, то есть, фактически обеспечила неограниченный доступ к ликвидности. Денежно-кредитная политика ранее осуществлялась в основном через межбанковский рынок. Теперь она также будет осуществляться через рынок РЕПО, доступный всему финансовому рынку.

### **Еврозона и Япония опробовали инструмент двойных ставок**

Еврозона и Япония опробовали в невиданном ранее масштабе инструмент двойных ставок. Это предоставление ликвидности по льготной ставке на специальных условиях, т.е. фактическое субсидирование кредитования. В еврозоне введена очередная программа долгосрочного рефинансирования банков (TLTRO-III), требующая от них расширения кредитного портфеля. В Японии банки получали 0,1пп на свои корсчета в Банке Японии на сумму дополнительных выданных кредитов.

### **ЦБ Швейцарии занижал курс франка**

Отметим отдельно центробанк Швейцарии, который в отличие от европейских коллег, не стал значительно расширять программу количественного смягчения или координировать антикризисный ответ с министерством финансов. Его главным

**Развивающиеся страны провели программы количественного смягчения**

инструментом в этом году стали валютные интервенции. Международные резервы Швейцарии за 2020г увеличились приблизительно на €100 млрд.

Программы, аналогичные количественному смягчению, в этот раз провели и многие развивающиеся страны, Хорватия, Венгрия, Камерун, Коста Рика и т.д. В большинстве случаев это называлось «программой поддержки ликвидности на рынке гособлигаций». При этом пока ни в одной из задействованных QE стран не наблюдается ускорение аннуализированной инфляции выше цели. Это говорит о заработанной за последние годы репутации центральных банков, а также о том, что грань между макроэкономической политикой развитых и развивающихся стран постепенно стирается.

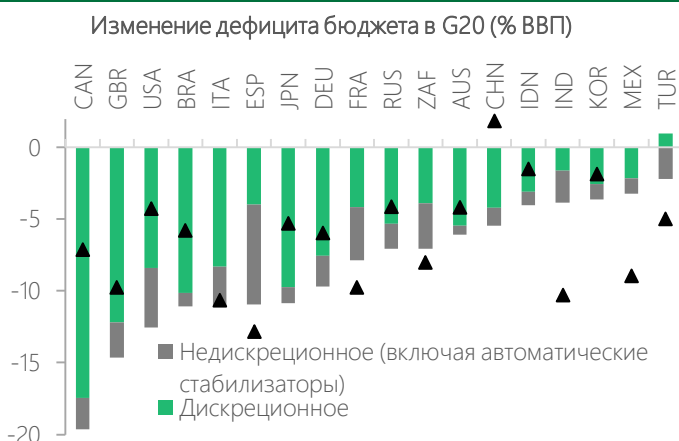
**В развитых странах поддержка во многом направлена на рынок труда**

Как следует из отчета [IMF Fiscal Monitor](#), в странах с развитой экономикой значительная часть поддержки направлена на работников и их работодателей посредством субсидий на заработную плату (Австралия, Канада, Япония), схем краткосрочной работы (Франция, Германия, Испания, Великобритания) и ссуд при условии защиты занятости сотрудников (США). Значительно увеличивался размер, расширялись права на получение или продолжительность пособий по безработице (Франция, Япония, Испания, США); пособий по болезни, уходу за ребенком (Япония, Испания, Великобритания, США); схем денежных трансфертов населению (Канада, Япония, Испания, США). Другая часть была направлена на поддержку доступа к ликвидности: примеры включают предоставление ссуд и гарантий (Франция, Германия, Италия, Испания), часто посредством квазифискальной деятельности, такой как покупка корпоративных облигаций на первичном и вторичном рынках (Япония, Корея, Канада, США). Некоторые пакеты восстановления включали поддержку инноваций (Франция), образования (Австралия, Франция), зеленых технологий (Франция, Германия, Италия, Япония, Корея, Великобритания) и цифровой инфраструктуры (Германия, Корея, Япония).

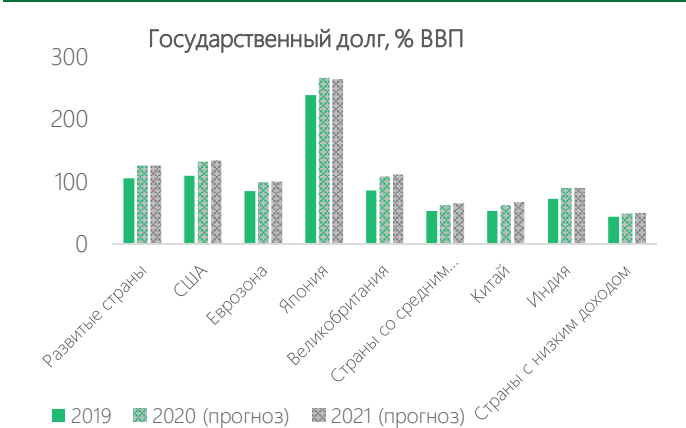
**В развивающихся странах – в инфраструктуру**

Экспортеры нефти, столкнувшиеся с двойным шоком из-за пандемии и низких цен на нефть, в среднем использовали меньшие бюджетные пакеты, в некоторых случаях отдавая приоритет расходам на здравоохранение (Иран, Саудовская Аравия). В развивающихся странах бюджетные меры были в основном направлены на инвестиции в инфраструктуру (Аргентина, Китай, Индонезия). Также значительную роль в пакетах фискальных мер играли схемы сохранения рабочих мест, в том числе безвозвратные ссуды (Мексика, Россия) и субсидии на заработные платы (Аргентина, Саудовская Аравия, Турция), а также поддержка домохозяйств через расширенные пособия по безработице (Китай, Индонезия, Россия), целевые денежные и натуральные пособия (Аргентина, Бразилия, Индия, Южная Африка).

**Дефициты бюджета выросли в основном за счет поддержки экономики во время пандемии**



**Прогнозируется, что мировой государственный долг приблизится к рекордным 100 %ВВП в 2020г**



Источник: IMF Fiscal outlook, October 2020

Источник: IMF Fiscal outlook, October 2020



**Одни из самых значительных расходов были в США и ЕС**

Среди важных мер в США можно выделить около \$2,3 трлн (около 11% ВВП) помощи для обеспечения безопасности экономики («Закон CARES»), затем в декабре был принят второй пакет антикризисных мер на \$900 млрд. ЕС продолжает выпускать социальные облигации для поддержки занятости в рамках программы SURE на сумму до €100 млрд. При этом около 30% проекта Next Generation EU (€750 млрд) и бюджета ЕС (€1074 млрд) на 2021-27гг будут направлены на расходы, направленные на борьбу с изменением климата.

**Государственный долг в %ВВП достигнет рекордных значений в 2020г**

До пандемии, в 2019г, мировой государственный долг составлял 83% ВВП. В 2020г государственные дефициты выросли в среднем на 9% ВВП, а глобальный государственный долг, по прогнозам МВФ, приблизился к рекордным 100% ВВП. Однако данный уровень государственного долга не воспринимается большинством стран самым важным риском. Ближайший приоритет – избежать преждевременного прекращения бюджетной поддержки, по крайней мере, до 2021г, чтобы поддержать восстановление экономик, уделяя первоочередное внимание здравоохранению и образованию, а также инвестициям в цифровую и зеленую инфраструктуру. Это повысит производительность экономики в целом и устойчивость к изменению климата и будущим пандемиям. Текущая макроэкономическая ситуация характеризуется очень низкими процентными ставками, большими частными сбережениями, слабыми частными инвестициями, а также высокой неопределенностью. В таких условиях государственные расходы за счет наращивания долга могут быть оправданы, а государственные инвестиции будут служить катализатором роста частных инвестиций.

## Экономика России в 2020 году

- В России введение ограничительных мер привело к меньшему падению ВВП
- Поддержку оказала мягкая денежно-кредитная политика...
- ...и активизация бюджетных расходов

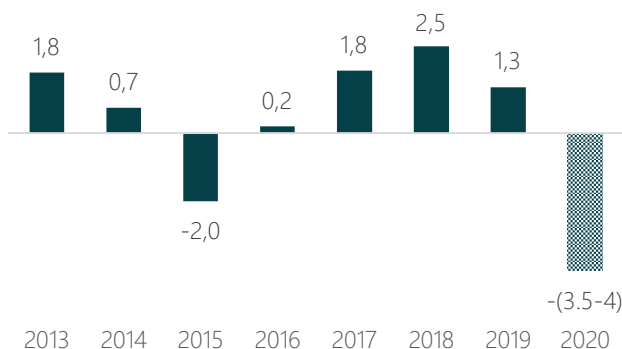
### В России падение ВВП оказалось мягче, чем в других странах

В России введение ограничительных мер привело к меньшему падению экономики, чем в других странах. Во втором квартале ВВП России сократился на 8%гг, что соответствует падению в квартальном выражении на 9,3%кк с учетом сезонности (по оценке ЦМИ). В Китае спад на пике кризиса в 1кв составил 10%кк (во 2кв рост на 11,5%). В США экономика упала на 1,3% и 9,5%кк в первом и втором кварталах, в еврозоне – на 3,6% и 12,1%, в Великобритании – на 2,2% и 20,4%кк. Отчасти это может объясняться меньшей долей сектора услуг, который в первую очередь пострадал от ограничений. Также это может быть связано с более мягким режимом ограничений. Тем не менее введение карантина сильнее всего отразилось на потреблении домохозяйств, сократившемся на 22%гг. Дополнительным сдерживающим фактором потребления стало падение доходов населения. Вместе с тем высокая неопределенность относительно развития ситуации с COVID-19 привела к снижению инвестиций почти на 12%гг. При этом положительный вклад в динамику ВВП внес чистый экспорт благодаря падению импорта при слабом росте экспорта. В третьем квартале экономическая активность начала восстанавливаться на фоне смягчения ограничений. Однако ухудшение эпидемиологической ситуации осенью как в России, так и в остальном мире, приостановило восстановление экономики. По нашей оценке, в текущем году падение ВВП составило ~3,5-4%.

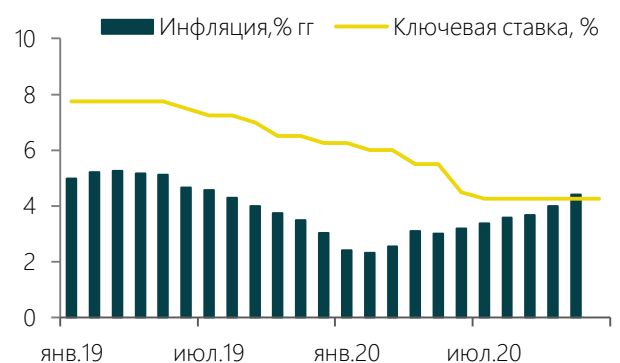
Сильное сокращение совокупного спроса стало ключевым фактором динамики цен. В то же время ослабление рубля, высокий спрос на товары первой необходимости и временная ситуация с отдельными продуктами питания (сахар, подсолнечное масло) оказывали повышательное давление на цены в течение года. В результате аннуализированная базовая инфляция в ноябре превысила 4%. В годовом выражении темпы роста выросли с 2,4% в начале года до 4,4% в ноябре. Мы ожидаем, что к концу года темпы роста цен достигнут 4,7%гг, в том числе за счет низкой базы прошлого года.

В условиях слабой деловой активности поддержку экономике оказывала мягкая денежно-кредитная политика. Банк России снижал ключевую ставку на заседаниях

#### Спад ВВП может составить 3,5-4% по итогам года



#### Ключевая ставка была снижена до 4,25% с 6,25% в начале года



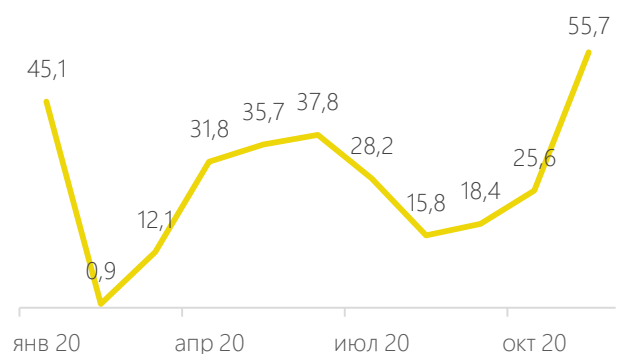
в феврале, апреле, июне и июле, в итоге она составила 4,25%. Кроме того, регулятор пересмотрел вниз оценку диапазона нейтральной ключевой ставки с 6%-7% до 5%-6%.

Активизация бюджетных расходов также смягчила негативный эффект от ограничительных мер. Расходы федерального бюджета по итогам 11 месяцев выросли на 28%гг. При этом во 2 квартале расходы выросли на 35%гг. Такой скачок обусловлен реализацией антикризисной программы. В результате доля расходов на здравоохранение, межбюджетные трансферты и социальную политику выросли. В целом, пакет антикризисных мер оценивается на сумму около 5 трлн руб. Доходы бюджета сократились на 8%гг. Основной вклад внесло падение нефтегазовых поступлений на 34%гг на фоне снижения мировых цен на нефть и физического объема экспорта. Ненефтегазовые доходы, напротив, выросли на 9%гг. Однако рост связан с поступлением средств от сделки по ПАО «Сбербанк». Без учета этой сделки ненефтегазовые доходы сократились на 0,6%гг во многом за счет снижения поступлений от налога на прибыль. Таким образом, дефицит федерального бюджета по итогам 11 месяцев достиг 2,5 трлн руб. и был покрыт за счет внутренних источников. По оценке Минфина, по итогам года дефицит федерального бюджета составил 4,4% ВВП. Ведомство собирается профинансировать дефицит в большей мере за счет размещения ОФЗ. На покрытие выпадающих нефтегазовых доходов планируется выделить 0,3 трлн руб. из Фонда национального благосостояния.

**Минфин ожидает дефицит федерального бюджета 4,4% ВВП по итогам года**  
(профицит в % ВВП)



**Расходы федбюджета резко ускорились в ноябре**  
(%гг)



Источник: CEIC, расчеты ЦМИ

Источник: CEIC, расчеты ЦМИ

## Вакцина и восстановление мировой экономики

- Крупные экономики (кроме Китая) вернутся к докризисным уровням не ранее 2022г

**Начало массовой вакцинации населения ожидается в 1П 2021г**

Скорость восстановления мировой экономики после перенесенного шока будет зависеть от успехов глобальной кампании по вакцинации населения. На текущий момент 18 вакцин находятся на третьей стадии испытаний, 5 из них с заявленной эффективностью 85%+, 2 получили одобрение для широкомасштабного применения в отдельных странах. Начало массовой вакцинации населения ожидается в первом полугодии 2021г, когда на рынок поступит достаточное количество вакцин и будут выстроены логистические цепочки их распространения. Доступность вакцин для бедных и развивающихся стран должен будет обеспечить [проект COVAX](#), инициированный ВОЗ, в рамках которого предполагается к концу 2021г привить 2 млрд человек из 91 страны.

**Однако карантинные меры будут сохранены...**

Позитивный новостной фон может создать ложное ощущение быстрого возвращения к прежнему образу жизни – отмену ограничений, связанных с пандемией. Однако, скорее всего, для этого потребуются довольно продолжительное время. [По оценкам ВОЗ](#), 60-70% населения должны получить иммунитет к COVID-19, прежде чем распространение вируса остановится. Скорость появления коллективного иммунитета будет зависеть от множества факторов: сроков распространения вакцины, ее эффективности и поддержки прививочной кампании населением. [Опросы](#) в Великобритании показали, что более 1/3 населения вряд ли будет вакцинироваться, когда вакцина станет доступной. В России показатель еще выше – [73% респондентов заявили](#), что не готовы к вакцинации от COVID-19.

**... как минимум до приобретения коллективного иммунитета**

Точные сроки появления коллективного иммунитета неизвестны, а диапазон их оценок достаточно широк. Например, для США это конец 2кв-4кв 2021г, для России 2-3кв 2021г. До этого момента во многих странах будут сохраняться отдельные ограничения, препятствующие быстрому восстановлению экономической активности. Глобальный популяционный иммунитет, скорее всего, появится еще позднее, поскольку большая часть предзаказов на вакцины приходится на развитые страны, в которых сконцентрирована меньшая часть мирового населения.

**Крупные экономики (кроме Китая) вернутся к докризисным уровням не ранее 2022г**

МВФ предполагает начало массовой вакцинации населения к середине 2021г и снижение вирусной активности до сравнительно низких уровней лишь к концу 2022г. Остается вероятность введения жестких карантинных ограничений в отдельных странах, где пандемия все еще набирает обороты. В этих условиях МВФ ожидает постепенного восстановления глобальной экономики – рост в 2021г составит 5,2% после сокращения на 4,4%гг в 2020г. Однако настолько быстрый возврат к докризисным уровням обеспечен в основном Китаем, рост которого ожидается около 8,2%, остальные крупные экономики вернуться к уровню 2019г не ранее 2022г. Тем не менее сохранение части ограничительных мер потребует новых программ поддержки экономик. В США согласовали пакет стимулов на \$900 млрд, а лидеры европейских стран недавно утвердили Recovery and Resilience Facility, в рамках которого членам ЕС будет предоставлены 672,5 млрд евро в виде займов и грантов для поддержки реформ и инвестиций. Денежно-кредитные условия, скорее всего, будут также оставаться ультрамягкими. ФРС неоднократно заявляла о своем намерении держать ставки низкими и использовать весь доступный инструментарий до тех пор, пока экономика не восстановится от последствий пандемии. ЕЦБ, при этом, в начале декабря увеличил план выкупа активов (PEPP) на €500 млрд до €1,85 трлн и продлил программу на 9 месяцев – до марта 2022г. Также европейский регулятор изменил условия целевых операций долгосрочного рефинансирования (TLTRO III). Так, программа продлевается до июня 2022г, увеличивается общая сумма, которую банки будут иметь право брать в долг в рамках операций TLTRO III.

## Экономика России в 2021 году

- Экономический рост ускорится в первой половине 2021 года, по итогам ждем ~3%гг
- Инфляция замедлится до 3,5%гг к концу года
- Денежная политика останется мягкой, компенсируя ужесточение бюджетной и макропруденциальной политик

### **Экономика в 2021г вырастет на 3%**

Экономический рост по итогам следующего года может составить порядка 3%гг. После приостановки восстановительного роста в четвертом квартале 2020г в первом полугодии 2021г экономический рост начнет ускоряться. Докризисные квартальные объемы выпуска и занятость будут достигнуты к началу 2022г. Ключевым драйвером будет частное потребление. Чистый экспорт и госрасходы окажут сдерживающее влияние.

### **Инфляция замедлится до 3,5%гг к концу года**

Инфляция постепенно замедлится до 3,5%гг к концу года. Резкий скачок цен в конце 2020г был во многом вызван временными факторами. Аналитики отметили эффект ослабления курса и удорожание сахара, масла, зерна. Предполагается, что действие этих факторов быстро ослабнет. Инфляция начнет замедляться за счет укрепления курса, эффекта базы и слабого спроса в первом полугодии.

### **Денежная политика компенсирует ужесточение бюджетной**

Денежная политика останется мягкой, компенсируя ужесточение бюджетной и макропруденциальной политик. Отметим, что возросшая инфляция уже не требует дальнейшего снижения ставок. Более того, превышение годовых и аннуализированных темпов 4% может вызвать дискуссию об ожидаемых сроках повышения ставок. Но мы продолжаем считать, что ЦБ может вновь снизить ставку. Главным аргументом является запланированное в соответствии с бюджетным правилом сокращение госрасходов. Расходы должны снизиться на 5% в номинальном и 10% в реальном выражении. Это будет первым случаем номинального снижения госрасходов в современной истории РФ. Хотя выполнить такие планы сокращения расходов в полной мере будет нелегко, все равно они будут довольно существенным ударом по совокупному спросу, замедляющим, в том числе, рост цен. Кроме того, мы считаем весьма вероятным ужесточение пруденциальной политики. Эти факторы могут заставить регулятора не только сохранить текущие низкие ставки, но и дополнительно их снизить в случае значительного замедления инфляции в первом полугодии 2021г.

## Риски затяжного кризиса

- Повторные волны заражений, массовые банкротства, долговой кризис в развивающихся странах и ускорение деглобализации остаются ключевыми рисками в среднесрочной перспективе

### **Риски затяжного кризиса сохраняются**

Спустя год после начала пандемии коронавируса мы можем оценить проявление ранее прогнозируемых рисков. В том числе это относится к повторным волнам заражений, которые уже наблюдаются во многих странах, а также выявлению новых штаммов вируса (например, штамм с более быстрой распространяемостью, обнаруженный в Великобритании). Дальнейшая траектория распространения вируса остается неизвестной, однако мы оптимистично предполагаем, что массовая вакцинация в первой половине 2021г значительно улучшит эпидемиологическую ситуацию. Вместе с тем карантинные меры в той или иной степени будут продлены, а значит риски затяжного кризиса сохраняются.

### **Сохраняется вероятность резкого роста числа банкротств**

Масштабное государственное стимулирование, а также мораторий на банкротство компаний в некоторых странах помогли избежать массовых банкротств в корпоративном секторе в текущем году. Вместе с тем более благоприятные условия заимствования привели к росту долговой нагрузки компаний, многие из которых еще до пандемии имели высокую задолженность. Поэтому риск роста числа банкротств по окончании действия мер поддержки остается высоким. Меры поддержки компаний в России, включающие льготное кредитование, налоговую поддержку и отсрочки по арендным платежам на сумму более 800 млрд рублей, по окончании действия также значительно увеличат нагрузку на корпоративный сектор.

### **Долговой кризис развивающихся стран**

Пандемия привела к беспрецедентному в сравнении с другими кризисами оттоку капитала с развивающихся рынков. На текущий момент совокупный приток портфельного капитала восстановился, главным образом за счет USD-облигаций, однако в более чем половине развивающихся экономик по-прежнему наблюдается отрицательная динамика. Отток капитала сопровождается достаточно резким ужесточением международных условий кредитования, что осложняет способность заемщиков обслуживать долг (в первую очередь, краткосрочный). По оценкам Института международных финансов (IIF), в текущем году долговая нагрузка развивающихся стран достигла 250% ВВП по сравнению с 222% в 2019 г. Некоторую поддержку окажет продление G20 отсрочки по обслуживанию долга странам с низким уровнем дохода до конца июня 2021г. Тем не менее в текущем году уже шесть стран (Аргентина, Ливан, Эквадор, Белиз, Суринам, Замбия) объявили о дефолте или реструктуризации долга.

### **Ускорение деглобализации**

Пандемия усилила тренд на деглобализацию, которая в последние годы стала важной частью международной экономической повестки. Растущая популярность протекционизма (Brexit, торговые войны) значительно увеличила риски для мировой торговли и сложных цепочек создания добавленной стоимости. Последние были практически парализованы карантинными мерами, а их восстановление займет время из-за разных сроков снятия ограничений и несоразмерности объемов поддержки экономик. Происходящее становится еще одним стимулом для транснациональных компаний и компаний, активно использующих международный аутсорсинг услуг, постепенно возвращаться «домой». Несмотря на то, что реализация этого риска вряд ли приведет к значимым экономическим последствиям в краткосрочной перспективе, отдельные страны могут существенно пострадать позднее. В их числе Индия, Китай, Малайзия, Индонезия, Вьетнам и др. В случае ускоренной переориентации глобальных компаний на домашний регион, подобным странам будет тяжело вернуться к докризисным темпам экономического роста.

## Приложение. Короткие страновые справки

### США

**Падение ВВП США в 2020г оценивается в диапазоне -3,7%(-4,3%)гг**

Падение экономики США в 2020г оценивается в диапазоне -3,7%гг(-4,3%)гг (ОЭСР, МВФ). Прогноз ФРС выглядит более оптимистичным: -2,4%гг. После сокращения ВВП на 10,2% из-за пандемии (на 9,0%кк в 1кв20г и 1,3%кк в 1кв20г) экономика начала восстанавливаться в 3кв20г (+7,4%кк). Бюджетный стимул, включая прямые выплаты населению и дополнительные пособия по безработице, поддержал потребительский спрос. «Вторая волна» пандемии и слабый рынок труда, вероятно, будут сдерживать дальнейшее восстановление экономической активности. Конгресс США согласовал новый пакет антикризисных мер на \$900 млрд. По итогам года инфляция прогнозируется на уровне 1,2%гг. Инфляционный фон, вероятно, будет оставаться подавленным в условиях слабого спроса на фоне падения доходов из-за пандемии. ФРС объявила о переходе к таргетированию средней инфляции на уровне 2%, что косвенно указывает на вероятное сохранение низких ставок надолго, как минимум до конца 2023г. Ключевым событием в 2020г стали президентские выборы в ноябре. По итогам голосования новым президентом США стал кандидат от Демократической партии Джо Байден. Контроль над Палатой Представителей Конгресса США остался за Демократической партией. Второй тур выборов в штате Джорджия в начале 2021г (5 января) определит распределение мест в Сенате Конгресса США.

**Рост заявок на банкротство компаний и усиление давления на BigTech**

Особое внимание в 2020г заслуживает рост числа заявок на банкротство компаний в США. Несмотря на стимулы со стороны государства, число заявок на банкротство компаний (глава 11, Кодекс о банкротстве) увеличилось на 31%гг и составило 6735 исков с начала года по ноябрь 2020г против 5127 исков за аналогичный период в 2019г (по данным Epig/ABI) – максимум с 2012г. Кроме того, стоит отметить усиление антимонопольной риторики в отношении крупных технологических компаний (Facebook, Amazon, Apple, Google) в 2020г. Так, в декабре Федеральная торговая комиссия (FTC) подала антимонопольный иск против компании Facebook. FTC обвиняет Facebook в злоупотреблении доминирующим положением на рынке социальных сетей и требует продать активы компании, включая соцсеть Instagram и мессенджер WhatsApp.

### Еврозона

**Прогнозируется падение ВВП на 7,3%гг в 2020г**

Экономика еврозоны сильно пострадала в 2020г – оценивается, что падение реального ВВП в 2020г составило 7,3%. Однако позитивные новости о разработке вакцин вместе с существенной поддержкой со стороны денежно-кредитной и налогово-бюджетной политик (например, пакет Next Generation EU в размере €750 млрд), должны обеспечить рост в течение 2021г на 3,9% (см. график). По прогнозу Евросистемы и ЕЦБ, реальный ВВП восстановится до докризисного уровня только к середине 2022г. Принятый проект бюджета ЕС на 2021-2027гг общим объемом €1824 млрд направлен на устойчивое развитие, цифровую трансформацию, зеленые технологии, что должно способствовать как восстановлению экономики еврозоны после пандемии, так и лучшей реакции на текущие и будущие вызовы.

Инфляция в еврозоне в ноябре составила -0,3%гг, не изменившись сравнению с октябрём. В 2021г уровень инфляции прогнозируется на уровне 1%гг, в 2022 – 1,1%гг, а в 2023 – 1,4%. В среднесрочной перспективе не ожидается достижение таргета в незначительно ниже 2%.

**ДКП останется ультрамягкой**

На последнем заседании по ДКП ЕЦБ объявил, что процентная ставка по основным операциям рефинансирования и процентные ставки по маржинальной кредитной линии и депозитной линии останутся неизменными на уровне 0,00%, 0,25% и -0,50% соответственно. Управляющий совет ЕЦБ ожидает, что ключевые процентные ставки останутся на нынешнем или более низком уровне до тех пор, пока прогноз по инфляции не станет стабильно приближаться к уровню 2%. Также ЕЦБ увеличил

объем программы покупки активов во время пандемии (PEPP) на €500 млрд до общей суммы €1,85 трлн и продлил действие программы минимум до конца марта 2022г. Также изменяются условия целевых операций долгосрочного рефинансирования (TLTRO III). Так, программа продлевается до июня 2022г, увеличивается общая сумма, которую банки будут иметь право брать в долг в рамках операций TLTRO III, с 50 до 55 % от суммы приемлемых кредитов. Чистые покупки в рамках программы покупки активов (APP) будут продолжаться с ежемесячным темпом €20 млрд, и завершатся незадолго до того, как ЕЦБ начнет повышать ключевые процентные ставки.

## Китай

**Рост ВВП Китая оценивается в ~2%гг в 2020г**

Среди крупных экономик мира Китай является единственной страной, в которой будет зафиксирован рост в текущем году. Так, согласно прогнозам, рост ВВП в 2020г составил ~2% с дальнейшим ускорением до 8-9% в 2021г. Производственный сектор восстановился быстрее розничного благодаря активному государственному стимулированию (в том числе за счет инфраструктурных проектов), а также высоким темпам роста экспорта (+2,5%гг в январе-ноябре). Экспортные поставки росли на фоне повышенного внешнего спроса на медицинское оборудование, средства индивидуальной защиты, а также товары, необходимые для удаленной работы (ноутбуки, смартфоны, др.). Как следствие, профицит счета текущих операций во 2 и 3 кварталах достиг максимальных значений с 2008г. Потребительская инфляция существенно замедлилась с начала года за счет восстановления предложения свинины и снижения цен на нее. В ноябре инфляция упала до уровня -0,5%гг.

**2021г станет началом 14-й пятилетки**

Следующий год станет началом 14-й пятилетки. Большое внимание будет уделено развитию открытости финансового рынка, усилению надзора в технологическом секторе, а также дальнейшему стимулированию внутреннего спроса. В текущем году уже наблюдались изменения политики в рамках данных направлений. Так, для дальнейшего углубления финансовой либерализации власти упрощали доступ иностранного капитала на внутренний рынок, что отразилось в росте вложений зарубежных инвесторов в китайские государственные облигации (+40% в январе-ноябре). Ключевыми рисками для экономики остаются торговый конфликт с США, а также возрастающие противоречия с европейскими странами.

## Украина

**Три ключевых канала воздействия кризиса на экономику**

Для Украины, как и для большинства других стран, 2020 стал годом серьезных испытаний, ассоциируемых с COVID-19. Мы видим 3 ключевых канала, через которые распространение коронавируса ударило по экономической активности. Первый и самый очевидный – ограничительные меры правительства. Украина ввела карантин второй в Европе, что помогло избежать ярко выраженной первой волны пандемии. Как и во многих странах, основной негативный эффект пришелся на сектор услуг: торговлю, общественное питание, транспорт и др. Второй канал – снижение экспортных цен и внешнего спроса. Третий – падение переводов работников из-за границы. Страна ответила на вызовы созданием антикризисного фонда (около 65 млрд грн, 1,7% ВВП), из которого финансирует все расходы, связанные с текущим кризисом. Главное направление расходов – строительство инфраструктуры, в основном дорог. После согласования новой программы с МВФ и получения первого транша кредита в июне (\$2,1 млрд) Украина притормозила реализацию повестки реформ. В результате, два дополнительных транша были отложены, что существенно повышает риски для состояния государственных финансов.



**Рост ВВП оценивается  
в ~5,7% в 2020г**

По предварительным оценкам, сокращение экономики в 2020г может составить около 5,7%, перспективы следующего года зависят от множества факторов. Важной неизвестной остается дальнейшая траектория распространения коронавируса и жесткость сопутствующих ограничений. Повторяя опыт прошлого года, Украина вновь одной из первых стран озвучила возвращение жестких карантинных мер. Пока планируется ввести ограничения на период 8-24 января, но мы видим высокую вероятность продления отдельных запретов в случае сохранения нагрузки на систему здравоохранения. Повторные волны заражений останутся основной угрозой для экономического восстановления до момента массовой вакцинации населения. На Украине старт кампании ожидается весной 2021г, но ее масштабы и сроки реализации пока неизвестны. В этих условиях мы ожидаем рост экономики в следующем году в диапазоне 3,5-4%, но видим риски пересмотра прогноза в сторону снижения.

**Отказ от жестких  
ограничений снизил  
спад экономики****Беларусь**

Беларусь, в отличие от остальных стран, в 2020г столкнулась сразу с двумя видами шоков: экономическим и политическим. Ограниченные финансовые возможности по оказанию поддержки экономике в условиях пандемии подтолкнули руководство страны к отказу от введения жестких карантинных ограничений. Подобная стратегия вместе с традиционными инструментами поддержки внутреннего спроса через предприятия госсектора ограничили глубину спада. Даже несмотря на приостановку поставок нефти в начале года, падение ВВП по итогам 2020г оценивается в 1%. Политический кризис вызвал серьезную турбулентность в банковской системе. На фоне стремительно растущих ожиданий по ослаблению белорусского рубля НБРБ пришлось ограничить операции по предоставлению ликвидности. Процентные ставки на кредитно-депозитном рынке выросли, кредитование во многих сегментах практически остановилось. Несмотря на жесткие кредитные условия для частного сектора, госпредприятия продолжают получать кредитную поддержку в виде новых кредитов и массовых реструктуризаций. Ставка на неэффективный и масштабный госсектор аккумулирует в экономике дисбалансы, способные в будущем привести к крайне негативным последствиям.

**Факторы  
экономического  
развития в 2021г**

Мы хотим кратко остановиться на некоторых развилках, которые во многом обусловят экономический ландшафт в 2021г. 1. Пандемия. Несмотря на наличие внутренних проблем, глобальная повестка остается важным фактором, влияющим на состояние внешнего спроса. От скорости восстановления мировой экономики будут зависеть как физические, так и стоимостные объемы экспорта. 2. Политический кризис. Характер и динамика напряженности в политической сфере, в том числе, определит жесткость политики НБРБ, траекторию белорусского рубля и инфляцию. 3. Отношения с Россией. Оставаясь основным торговым партнером, Москва оказывает существенную поддержку Беларуси через различные прямые и косвенные каналы: кредиты, инвестиции, энергетическую субсидию. Очередной виток напряженности способен отправить экономику Беларуси в глубокую рецессию и отложить посткризисное восстановление на неопределенный срок. 4. Меры поддержки. В Беларуси идет опасная с экономической точки зрения дискуссия о возобновлении эмиссионного директивного кредитования госпредприятий. Проведение подобной политики может повторить события 2011-12гг, когда резкий рост денежного предложения привел к гиперинфляции и ослаблению белорусского рубля. В нашем базовом сценарии на 2021г мы закладываем постепенное восстановление глобальной экономики, некоторое ослабление политической напряженности, сохранение поддержки со стороны России и отказ от эмиссионного финансирования госпредприятий. В этих условиях, которые предполагают отсутствие новых шоков, Беларусь ждет анемичный рост около 1%.

## Казахстан

**Сокращение экономики в 2020г оценивается в 2,7%гг**

Пандемия отправила Казахстан в рецессию – первую с момента кризиса 2009г. Сырьевая направленность экономики усилила негативный эффект, сжатие внешнего спроса сопровождалось резким падением экспортных цен, а участие в сделке ОПЕК+ привело к снижению добычи. Введение жесткого карантина позволило справиться с первой волной распространения вируса, но ударило по состоянию внутреннего спроса. Правительство ответило на вызовы масштабным пакетом поддержки, оцениваемым в 9% ВВП, что позволило несколько ограничить падение экономики. Во время прохождения пика турбулентности на финансовых рынках Национальный Банк принял решение резко повысить ставку (с 9,25% до 12%), что стало определенной неожиданностью, принимая во внимание прогнозируемое сжатие потребления. Ужесточение политики оказалось кратковременным, уже менее чем через месяц ставку снизили до 9,5%. Низкие ставки в сочетании с программой субсидирования ипотеки подогрели спрос на жилищные кредиты, выдачи которых в конце года превышали средний уровень 2019г на 70%+. Сокращение экономики по итогам 2020г ожидается около отметки 2,7%.

**Восстановление до уровня 2019г вероятно к концу 2021г**

Как и для большинства других стран, скорость восстановления экономики Казахстана будет в основном зависеть от эпидемиологической обстановки. Начало массовой вакцинации населения планируется на январь 2021г, а ее завершение ожидается к концу года. В нашем базовом сценарии мы не закладываем новых волн заражений и возвращения жестких ограничений. Вместе с программой поддержки экономики это позволит Казахстану вернуться на уровень 2019г уже к концу 2021г, рост в 2021г оценивается нами в 3,5%.

## Состав Центра макроэкономических исследований

Олег Замулин	Директор	<a href="mailto:OZamulin@sber.ru">OZamulin@sber.ru</a>
Николай Фролов	Заместитель директора	<a href="mailto:NikVFrolov@sber.ru">NikVFrolov@sber.ru</a>
Юлия Матвеевская	Финансовые и товарные рынки	<a href="mailto:YYMatveyevskaya@sber.ru">YYMatveyevskaya@sber.ru</a>
Анна Землянова	США	<a href="mailto:Zemlyanova.A.A@sber.ru">Zemlyanova.A.A@sber.ru</a>
Дарья Матвиенко	Евразия	<a href="mailto:DMatvienko@sber.ru">DMatvienko@sber.ru</a>
Несипли Кулаева	Китай, редактора	<a href="mailto:Kulaeva.N.M@sber.ru">Kulaeva.N.M@sber.ru</a>
Данир Зулкарнаев	Россия	<a href="mailto:DIZulkarnaev@sber.ru">DIZulkarnaev@sber.ru</a>
Мария Прислонова	Россия	<a href="mailto:Prislonova.M.K@sber.ru">Prislonova.M.K@sber.ru</a>
Кирилл Маврин	СНГ	<a href="mailto:KPMavrin@sber.ru">KPMavrin@sber.ru</a>

По всем возникающим вопросам можно обратиться по телефону ЦМИ 8(495)665-56-00 или по электронной почте ответственным за разделы обзора.

Стандартная оговорка об ограничении ответственности, в обязательном порядке прилагаемая ко всем аналитическим продуктам.

### Отказ от ответственности

Данные, приведенные в настоящем документе, не являются рекомендацией о вложении денег. Информация предоставлена исключительно в ознакомительных целях. Любая информация, представленная в настоящем документе, носит ознакомительный характер и не является предложением, просьбой, требованием или рекомендацией к покупке, продаже, или предоставлению (прямого или косвенному) ценных бумаг или их производных. Продажа или покупка ценных бумаг не может осуществляться на основании информации, изложенной в настоящем документе, и указанных в нем цен. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть использована в основе какого-либо юридически связывающего обязательства или соглашения, включая, но не ограничиваясь обязательством по обновлению данной информации. Она не может воспроизводиться, распространяться или издаваться любым информируемым лицом в целях какого-либо предложения, мотива, требования или рекомендации к подписке, покупке или продаже любых ценных бумаг или их производных. Будет считаться, что каждый, получивший информацию, провел свое собственное исследование и дал свою собственную оценку перспектив инвестиций в инструменты, упомянутые в настоящем документе. Сбербанк России не берет на себя никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки, затраты или ущерб, понесенные в связи с использованием информации, изложенной в настоящем документе, включая представленные данные. Информация также не может быть рассмотрена в качестве рекомендации по определенной инвестиционной политике или в качестве любой другой рекомендации. Информация не может рассматриваться как обязательство, гарантия, требование, обещание, оферта, рекомендации, консультации и т.д.

Банк не должен нести ответственность за последствия, возникшие у третьих лиц при использовании информации, изложенной в настоящем документе. Банк вправе в любое время и без уведомления изменять информацию, изложенную в настоящем документе. Третьи лица (инвесторы, акционеры и пр.) должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от сделки (услуги), налоговые, юридические, бухгалтерские последствия, свою готовность и возможность принять такие риски. Банк не дает гарантии точности, полноты, адекватности воспроизведения информации третьими лицами и отказывается от ответственности за ошибки и упущения, допущенные ими при воспроизведении такой информации. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть интерпретирована как предложение / оферта или как рекомендация / консультация по инвестиционным, юридическим, налоговым, банковским и другим вопросам. В случае возникновения потребности в получении подобных консультаций следует обратиться к специалистам.