



Факультет мировой экономики  
и мировой политики

Выпуск подготовлен Департаментом  
мировой экономики и Центром комплексных  
европейских и международных  
исследований



**Количественное ужесточение ФРС США и планы по ужесточению ДКП ЕЦБ.  
Историческое укрепление рубля.**

**Долгосрочный взгляд**

В мае продолжился тренд на ужесточение ДКП со стороны ряда крупнейших центральных банков, который мы будем наблюдать в 2022-2023 г.: ФРС США кроме повышения ставки на 0,5 п.п. (до 0,75-1%) фактически начала количественное ужесточение, сократив баланс в мае на 25 млрд долл. Повысил ставку также и Банк Англии. ЕЦБ объявил о планах повысить ставку в июле. Как отмечалось в прошлых выпусках, это будет негативно влиять на глобальную экономическую активность, динамику фондовых рынков, а также сформирует риски для долговой и бюджетной устойчивости в ряде стран. Китай и Россия тем временем смягчают риторику.

В мае инфляция стабилизировалась в США и Великобритании и замедлилась в России. В России замедление инфляции происходит на фоне рекордного укрепления рубля, хотя, в условиях сокращения импорта, его дезинфляционный вклад ограничен. Скорее всего, в развитых странах инфляция вновь начнет ускоряться в случае сохранения цен нефти Brent на текущих высоких уровнях 120 долл. за баррель.

Экономическая активность пока продолжает восстановление, но дихотомия между промышленностью и сферой услуг сохраняется: первая продолжает падать второй месяц подряд из-за сбоев цепочек поставок (в т.ч. локдауны в КНР) и высоких издержек (цен на энергоносители, рост процентных ставок), а вторая продолжает восстановление. Вероятно, такая дихотомия сохранится на ближайший год. Риски рецессии, особенно для промышленного сектора, остаются повышенными.

На стороне позитивных новостей остается сокращение мировой смертности от COVID-19 - второй месяц подряд она находится на самых низких значениях с начала пандемии (марта 2020 г.), что обеспечивает рост сектору услуг.

**Экономическая активность – ускорение роста впервые с февраля**

Глобальная экономическая активность продолжает расти, и впервые с февраля ускорила рост. Так, Global PMI composite составил в мае 51,5 против 51,2 в апреле. Основной причиной ускорения стало замедление спада в мировой промышленности на фоне роста в секторе услуг. Несмотря на то, что промышленный выпуск сокращается второй месяц подряд, темпы падения стали ниже: значение индекса Manufacturing output составило 49,7 против 48,6 в апреле. Бизнес-активность в сфере услуг остается стабильной (52,2 в апреле и мае). Несколько замедляют рост слабый спрос, сохраняющиеся карантинные ограничения в КНР и растущее инфляционное давление, вызванное геополитической напряженностью, которая сокращает предложение на сырьевых рынках и приводит к сбоям в цепочках поставок.

При этом по регионам мира наблюдается разнонаправленная динамика: от замедления спада в КНР (42,2; +5 за месяц) и России (48,2; +3,8 за месяц) до снижения темпов роста в США (53,6; -2,4 за месяц) и Еврозоне (54,8; -1 за месяц). Ведущую роль в замедлении спада Китая играет постепенный выход крупных городов страны из карантина. В Еврозоне рост в сфере услуг замедлился относительно апреля (56,1; -1,6 за месяц), когда коронавирусные ограничения во многих странах были сняты. В США наблюдается замедление роста и в промышленности (57; -2,2), и в сфере услуг (53,6; -2,4), что связано с инфляционным давлением и ограниченным предложением сырьевых товаров, которое поддерживает цены на высоком уровне.

**Пандемия – конец вспышки омикрона и появление оспы обезьян**

В мире продолжает снижаться как число новых заражений (16 млн в мае против 25,2 млн в апреле), так и смертность (их число в мае было на 43% меньше, чем в

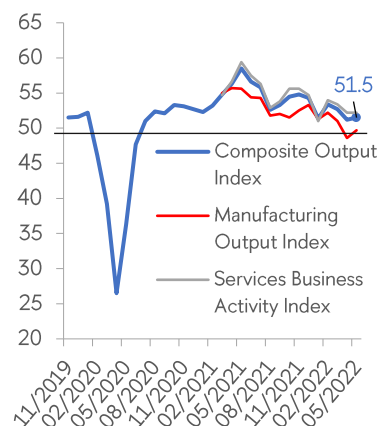
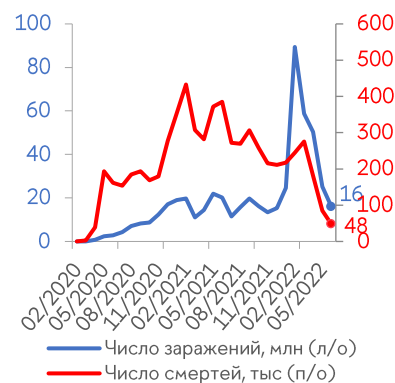


Рис. 1. Глобальный индекс деловой активности (PMI)

Источник: IHS Markit



апреле – 48 тыс. против 84 тыс., рис. 2). Мировые показатели смертности - на минимумах с марта 2020 г. Однако риски очередных волн заражений сохраняются, и с наступлением осени вероятен сезонный рост.

Большинство крупнейших экономик мира демонстрируют снижение по заболеваемости относительно апреля: Китай (-97%), Япония (-28%), Германия (-67%) и Великобритания (-62%). Исключением являются США (+77%), однако рост заболеваемости COVID-19 [не сопровождается](#) вводом дополнительных ограничений. В Китае на фоне фактического падения почти к нулю числа заболеваний власти [начинают снимать](#) карантинные ограничения, которые были введены во многих крупных городах Китая (в т.ч. Шанхай, Сиань, Ючжоу и др.). Однако пока о полном снятии ограничений речи не идет: для магазинов, торговых центров и рынков введены ограничения по количеству посетителей. Также в мае стали распространяться сообщения про оспу обезьян: появлялись сообщения о заражении вирусом в странах Западной Европы и Северной Америки, которые не являются эндемичными для этого вируса (стран Западной и Центральной Африки). Перспективы распространения не определены: люди до 40–50 лет в большинстве стран мира не привиты против оспы, в результате чего у них [отсутствует](#) иммунитет. Однако, на момент выхода мониторинга [известен](#) лишь один случай смерти от оспы обезьян в странах Запада.

### Финансовые рынки

На финансовых рынках весь май происходило слабое восстановление. Все основные фондовые площадки крупнейших экономик показывали нулевой или положительный рост до 5% по итогам месяца (табл. 1.). Эти явления связаны с небольшим ростом терпимости к риску, который некоторые эксперты [связывают](#) со снижением ожиданий рыночных игроков относительно жесткости монетарной политики. Во многом это объясняет рост стоимости акций на развивающихся рынках, например в Китае (+ 4,6% за месяц) и в Бразилии (+ 3,2 % за месяц). Продолжается также снижение стоимости золота (- 3,7 %). Кроме того, впервые за 2022 год доллар США показал небольшое ослабление (-1,2 %) относительно мировых валют, в т. ч. относительно Евро, который укреплялся, несмотря на рост инфляции. Растут также китайские акции. Это связано с постепенным снятием ковидных ограничений и ожиданием восстановления выпуска у китайских производителей.

В России стоимость акций снижается из-за общей рецессии на фоне усиливающегося санкционного давления и разрыва цепочек создания стоимости.

Рост доходностей облигаций в большинстве стран мира продолжается. Это связано с политикой центральных банков многих стран мира. Так, рынок [ожидает](#), что Банк Англии поднимет ставку до 2,5% в течение этого года. Похожие ожидания [существуют](#) в отношении ЕЦБ, и доходность по облигациям стран Европы, в т. ч. Германии (+0,19 п.п.), растет. Исключением является Россия, где на фоне укрепления рубля и замедления инфляции снижается доходность государственных облигаций (-0,63 п.п. за месяц).

### Товарные рынки: очередной рост нефтяных цен на фоне 6-го пакета санкций ЕС

Цены на большинстве товарных рынков (за исключением нефтяного) в мае несколько снизились, относительно прошлого месяца. Цены на газ в Европе, золото, сталь и продовольствие несколько снизились, но остаются на высоких уровнях, в то время как нефть (Brent) продолжила рост на 12,4% за месяц (+65% г/г), закрывшись в мае на отметке в \$122. Основным фактором высоких нефтяных цен остается растущая глобальная экономическая активность на фоне ограниченного предложения нефти из России: 31 мая Европейский союз [утвердил](#) шестой санкционный пакет, который запрещает покупку, импорт и транспортировку сырой нефти из России по морю (что затронет 2/3 российского

Рис. 2. Число заражений и смертей от COVID-19

Источник: ВОЗ

Табл. 1 Ключевые рынки, изменение за месяц, %

Нефть	Газ TTF	Золото	Сталь	Продовольствие
12,4%	-3,6%	-3,7%	-15,0%	-0,6%

	Акции	Валюта*	10-летние облигации, изменение в п.п.
США	0,0%	-1,2%	-0,08
Китай	4,6%	-1,0%	0,13
Германия	2,1%	1,8%	0,19
Россия	-3,7%	13,3%	-0,63
Япония	1,6%	0,9%	0,01
Великобритания	0,8%	0,2%	0,24

Примечание. \* - курс валют к доллару США. Для доллара США – индекс DXY

Указано изменение цены от начала месяца к концу месяца

Источник: Investing.com и FAO



Рис. 3. Динамика цен на энергоносители, январь 2000 = 100%

Источник: Всемирный банк

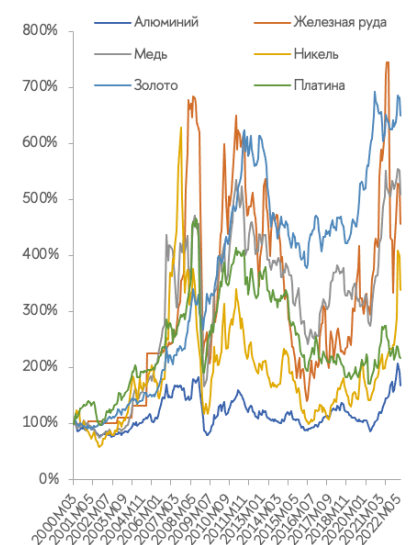


Рис. 4. Динамика цен на металлы, январь 2000 = 100%

Источник: Всемирный банк

экспорта). При этом дисконт на российскую нефть остаётся существенным (около 35\$ за баррель к нефти марки "Brent").

Несколько снижает напряжение рост добычи российской нефти в мае на 200–300 тыс. баррелей в день и начало продажи по 1 млн баррелей в день со стороны США. Также значительную поддержку [оказывает](#) ОПЕК+, страны-участники которого приняли решение об увеличении квоты на июль и август 2022 г до 648 тыс. баррелей в сутки. Это может несколько смягчить давление на нефтяной рынок на фоне вероятного роста спроса, в т. ч. из-за ожидаемого восстановления экономики в Китае.

Цена на газ в Европе в мае продолжила снижение относительно стоимости газа в апреле: с \$1086/тыс. куб. м. на 29 апреля цена снизилась до \$1046/тыс. куб. м на 31 мая. Тем не менее цены остаются высокими из-за неопределенности относительно российского экспорта. Так, некоторые страны [отказались](#) платить за газ в рублях (Польша, Болгария, Дания, Финляндия, Нидерланды), а ЕС в целом стремится сократить потребление

российского газа. Несколько снижает давление на газовый рынок [согласие](#) многих стран ЕС платить за газ в рублях в рамках предложенной Россией схемы «газ за рубли», в т.ч. со стороны крупных экономик ЕС: Германии и Италии.

На исторически высоких значениях остаются цены на продовольственном рынке. Конфликт на территории Украины ускорил рост и так высоких по итогам 2021 г. мировых продовольственных цен. На Россию и Украину приходится более 30% мирового производства пшеницы, и большая часть экспорта шла в развивающиеся страны. В результате существует реальный риск роста числа голодающих в развивающихся странах из-за невозможности закупить продовольствие по высоким ценам. Ситуацию также осложняет [запрет](#) на экспорт пшеницы из Индии на фоне высоких цен на глобальном рынке и сильной [засухи](#).

### Мировая инфляция на пути к стабилизации

Глобальная инфляция продолжает оказывать давление на мировую экономику и по последним оценкам [Всемирного банка](#) достигнет своего пика к середине 2022 г. Однако в ряде стран ускорение роста цен уже остановилось. В США на фоне продолжения сворачивания политики количественного смягчения ФРС в мае инфляция сохранилась на прежнем уровне – 8,3%. Согласно [опросу](#) Федерального резервного банка Нью-Йорка, краткосрочные инфляционные ожидания американских потребителей в мае все еще продолжают расти, однако в среднесрочной и долгосрочной перспективе рост цен ожидается на низком и стабильном уровне. Стабилизация на высоком уровне в мае наблюдалась в Великобритании – ИПЦ не изменился с апреля и составил 9% г/г. Главным фактором инфляции стал рост цен на электричество и транспорт. ИПЦ в России в мае снизился [с 17,83% до 17,1%](#) г/г. Ослаблению инфляционного давления способствовали снижение инфляционных ожиданий населения и бизнеса до уровней в начале года, а также падение потребительского спроса. В обычных условиях укрепление обменного курса рубля должно было повысить спрос на иностранные товары и стать дезинфляционным фактором. Однако, в условиях падения импорта дезинфляционный эффект динамики рубля нивелируется падением импорта. Несмотря на замедление инфляции Банк России пока не изменил прогнозов и ждет годового роста потребительских цен на уровне 5-7% в 2023 г. в связи со структурными изменениями российской экономики.

В Еврозоне инфляция в мае в годовом выражении составила 8,1% по сравнению с 7,4% в апреле. Ускорению темпов роста в первую очередь способствует увеличение стоимости энергоресурсов и продовольствия. При этом цены на нефть и газ, по всей видимости, продолжают расти и дальше на фоне введения в действие частичного эмбарго ЕС на поставки российской нефти в рамках шестого пакета санкций. В Китае произошло небольшое ускорение инфляции (2,1% г/г в апреле, 2,2% г/г в мае) за счет разрыва цепочек поставок и неопределённости, связанной с коронавирусными ограничениями.

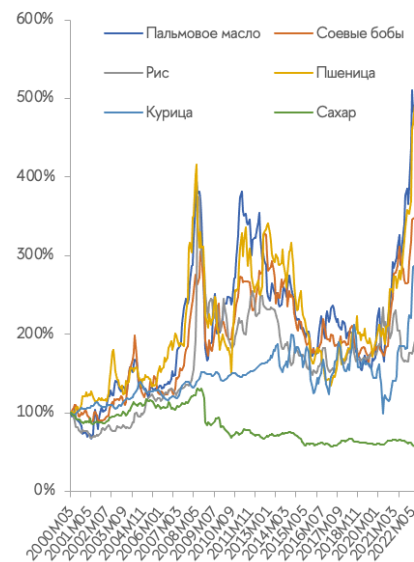


Рис. 5. Динамика цен на продовольствие, январь 2000 = 100%

Источник: Всемирный банк

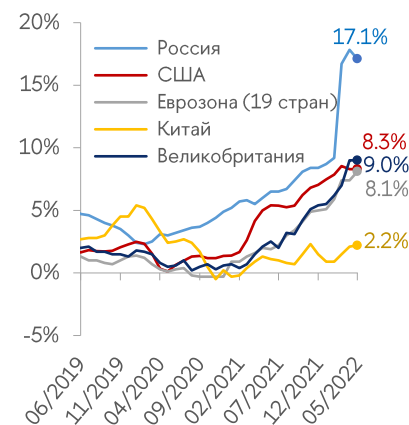


Рис. 6. Индекс потребительских цен, г/г, 2019-2022\*

Примечание. Май 2022 – предварительные данные.

Источник: данные Центробанков стран



Рис. 7. Номинальные ключевые ставки, г/г, 2019-2022

Источник: данные Центробанков стран

### Монетарная политика – начало количественного ужесточения в США

Крупнейшие центральные банки мира продолжают ужесточение монетарной политики с целью борьбы с инфляцией, спровоцированной в том числе стимулированием экономики в период пандемии. 5 мая ФРС увеличила процентную ставку на 50 б.п. с 0,25-0,5% до 0,75-1% – крупнейшее повышение с 2000 г. Изменение баланса ФРС м/м впервые с июля 2020 приняло отрицательное значение – сокращение на 25 млрд долл. с 8940 до 8915 млрд. Банк Англии также продолжил курс на повышение процентной ставки – в мае показатель увеличился с 0,8% до 1%. ЕЦБ сообщил в ходе последнего заседания 9 июня, что в рамках июльского заседания планируется повышение ставки процента с 0% до 0,25%, а 1 июля будет полностью прекращена покупка ценных бумаг в рамках программы Asset Purchase Programmes (APP). Ужесточение крупнейшими центральными банками ДКП и риски стагфляции ставят развитые страны перед угрозой финансовой нестабильности.

Россия и Китай – скорее исключения из глобального тренда монетарного ужесточения. На фоне замедляющейся инфляции и необходимости поддержки экономики Банк России снизил ключевую ставку 4 мая с 17% до 14%, а затем еще раз 27 мая с 14% до 11%. Еще одно понижение на 1,5-2 п.п. ожидается в ходе следующего заседания 10 июня. В Китае ипотечная ставка была снижена на 15 б.п. до 4,45% в мае - крупнейшее понижение с

2019 г., общая процентная ставка после снижения в апреле осталась на прежнем уровне – 3,7%. В отличие от ФРС и ЕЦБ, основной задачей китайских регуляторов по-прежнему остается восстановление экономики (и, в частности, поддержка строительного сектора после проблем с компаниями-девелоперами), а не борьба с инфляцией.

### Бюджетно-налоговая политика

Несмотря на возрастающие инфляционные риски, меры государственной поддержки продолжают расширяться. В Китае был принят [пакет из 33 мер](#) стимулирования экономики после очередной волны COVID-19, включающие налоговые льготы на сумму более 140 млрд юаней. В ЕС одним из фокусов фискальной политики является снижение зависимости от российского ископаемого топлива и [ускорение «зеленого» перехода](#), тем не менее, Европейская Комиссия ожидает [сокращение](#) совокупного дефицита бюджета стран ЕС с 4,7% от ВВП в 2021 г. до 3,6% в 2022 г, а также снижения объемов госдолга в процентах к ВВП с 90% до 87% благодаря постепенной отмене временных мер поддержки, связанных с пандемией COVID-19. Однако эти прогнозы выглядят слишком оптимистичными на фоне падения доходов (в т. ч. от [туризма](#)) и роста бюджетных расходов (в т. ч. на соц. поддержку и [оборону](#)). В России размер бюджетного стимула в 2022 году превысит 8 трлн рублей (более 6% ВВП), основными задачами являются сохранение рабочих мест и поддержка наиболее уязвимых категорий граждан, а также дополнительная помощь бизнесу. Резкий рост нефтегазовых поступлений позволил увеличить государственные расходы и отправить в резервный фонд в мае около [800 млрд рублей](#).

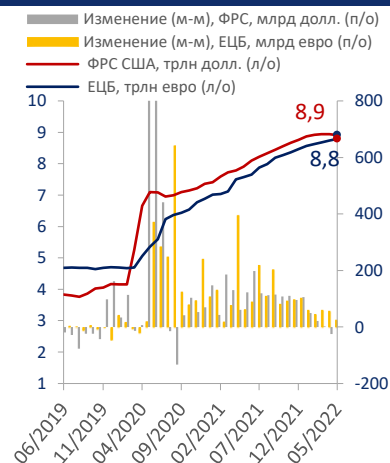


Рис. 8. Активы ФРС и ЕЦБ

Примечание: поскольку данные публикуются еженедельно, баланс за месяц рассчитывается как среднее между последним значением за текущий месяц и первым за следующий.

Источник: данные ФРС, ЕЦБ

**Геополитика – напряженность в мире остается на высоком уровне**

В мае 2022 г. фиксируется относительное снижение геополитических рисков в сравнении с мартом и апрелем, но в целом напряженность в мире остается на высоком уровне.

Показатель индекса [Geopolitical Risk Index \(GPR\)](#) в прошедшем месяце составил 134,8, что выше среднего значения за 2016–2019 гг., равного 99,4. Снижение индекса после пиковых значений отчасти связано со смещением информационной повестки с военных аспектов украинского кризиса на его социально-экономические последствия.

Обострение проблемы глобальной продовольственной безопасности в связи с санкциями и специальной военной операцией России на Украине отодвинуло на второй план риск прямого военного столкновения России и НАТО, хотя угроза сохраняется. При этом высокие значения геополитических рисков связаны с нестабильностью в ряде регионов. В Азиатско-Тихоокеанском регионе (АТР) развивается [противостояние США и Китая по вопросу Тайваня](#). Параллельно [углубляется военное сотрудничество США и Южной Кореи](#). В Шри-Ланке продолжаются [акции протеста против президента и нового премьер-министра](#), вызванные экономическим спадом. В Индии возросла террористическая активность в территории Джамму и Кашмир, на которую претендует Пакистан. В Африке углубляются [продовольственный](#) и [энергетический](#) кризисы, что повышает риск конфликтов в регионе.

**Европа/СНГ.** Несмотря на снижение внимания в информационной среде к военным аспектам украинского кризиса, сохраняется риск прямого столкновения России и НАТО. Усиливает геополитическую напряженность в регионе намерение Швеции и Финляндии стать членами Североатлантического альянса и возможные ответные военно-технические [меры России](#), хотя [Турция пока заблокировала](#) процесс вступления этих стран в НАТО. Серьезным геополитическим сдвигом в регионе становится усиление милитаризации ряда европейских стран. Так, ФРГ внесла [изменения в действующее законодательство](#) с целью увеличения военного бюджета на ближайшие несколько лет. Страны-члены ЕС также продолжили вводить антироссийские экономические меры. В шестой пакет санкций, помимо прочего, было включено [нефтяное эмбарго на морские поставки из России](#). На уровне G7 было подтверждено намерение [стран-участниц о поэтапном отказе от угольной энергетики](#), что дополнительно будет ограничивать возможности российского экспорта.

**АТР.** Основным очагом напряжения в регионе остается ситуация вокруг Тайваня, где сталкиваются интересы КНР и США. С 6 по 8 мая [Китай провел военные учения вблизи острова](#) с участием морских и воздушных сил. 30 мая [тридцать самолетов ВВС Китая вошли в воздушное пространство Тайваня](#). В свою очередь президент Дж. Байден заявил, что [США готовы к военной поддержке Тайваня](#), если Пекин применит против него силу. Параллельно США стремятся [нарастить военное сотрудничество с Южной Кореей](#) и подключить ее к [Четырехстороннему диалогу по безопасности \(QUAD\)](#). Это [вызывает серьезную озабоченность Китая](#). Фактором геополитической нестабильности в регионе стали новые [пуски баллистических ракет КНДР](#) в сторону Японского моря. О росте милитаризации в регионе могут также свидетельствовать утечки в СМИ о том, что [Япония изучает возможность превентивных ударов по базам потенциального противника](#).

В южно-азиатском субрегионе отмечается рост геополитической нестабильности. В мае [в Шри-Ланке продолжились акции протеста](#) из-за нехватки топлива, продовольствия, товаров первой необходимости. Страна [не смогла осуществить выплаты](#)

по иностранным кредитам на 7 млрд. долл. [и, таким образом, стала первой страной в АТР в XXI в., где произошел суверенный дефолт](#). В индийской территории Джамму и Кашмир, на которую претендует Пакистан, возросла террористическая угроза – в результате [нападения боевиков](#) погибла женщина и пострадали трое военных. На фоне [беспрецедентной за последние годы засухи](#) 13 мая [Индия ввела запрет на экспорт пшеницы](#). В Пакистане сохраняется напряженная обстановка после [смены правительства в апреле](#). В условиях массовых протестов оппозиции во главе с бывшим премьер-министром Имраном Ханом пакистанское [правительство усилило армейскую группировку в столице](#). Умеренно позитивным событием для региона стало заявление МИД КНР о том, что [ситуация на китайско-индийской границе стабилизировалась](#).

**Ближний Восток.** В мае в регионе произошел ряд негативных событий, которые могут привести к нарастанию геополитической напряженности. Турция [объявила о начале новой военной операции на севере Сирии](#) против курдских формирований. В ответ США заявили, что эти действия [ставят под угрозу региональную стабильность](#). Наблюдается обострение противоречий между Израилем и рядом исламских стран региона. Иран обвинил Израиль в [убийстве полковника Корпуса стражей исламской революции Хасана Сайада Ходаи](#). [Парламент](#)

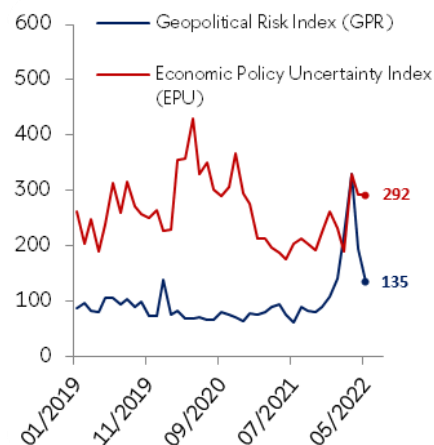


Рис. 9. Индекс геополитики

Примечание. GPR – индекс, показывающий степень геополитической напряженности в мире (данные за май). EPU – индекс, показывающий степень неопределенности экономической политики в мире (данные за май). Индексы строятся на основе данных 10 крупных СМИ-изданий с помощью контент-анализа. Рост индексов свидетельствует о росте степени геополитической напряженности и неопределенности экономической политики, их падение – о снижении. Источник: <https://www.policyuncertainty.com/index.html>

[Ирака принял закон](#), запрещающий нормализацию отношений с Израилем. Произошли эксцессы палестино-израильского конфликта, вылившиеся в [беспорядки с пострадавшими в Иерусалиме](#). Среди положительных событий в регионе можно отметить [подписание соглашения о свободной торговле между Израилем и ОАЭ](#).

**Африка.** Геополитические риски в регионе связаны с угрозой [продовольственной](#) и [энергетической](#) безопасности из-за нарушения цепочек поставок. Для преодоления продовольственного кризиса и поиска новых маршрутов доставки зерна Африканский банк развития (АБР) и его партнеры [выделили 1,5 млрд. долл.](#) Президент Сенегала и председатель Африканского союза Маки Салла [с целью разрешения этой проблемы 3 июня посетил Москву](#). [Возрастание напряженности между Руандой и Конго](#) создает дополнительный источник конфликтности в регионе. Причиной столкновений между странами являются [последствия геноцида против народа тутси в Руанде в 1994 г.](#) В условиях ухудшения геополитической ситуации в регионе фиксируется повышенное внимание со стороны Китая, Японии, США к развитию в Африке [инфраструктурных проектов](#) и поддержанию [безопасности](#).

## Ожидаемые события

**05-14 июня.** Заместитель госсекретаря США Венди Шерман посетит Южную Корею, Филиппины, Вьетнам и Лаос.

**05-17 июня.** НАТО проведет в Балтийском море крупные военные учения с участием Швеции и Финляндии.

**10 июня.** Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке. С учетом продолжающегося замедления инфляции в России – впервые с декабря 2021 года в годовом выражении – с 17,83% г/г в апреле до 17,10% г/г в мае ожидаем дальнейшее снижение ключевой ставки до 9,00-9,50% годовых. Риторика регулятора, вероятно, будет мягкой, с указанием на наличие пространства для дальнейшего снижения ставки.

**14-15 июня.** Заседание ФРС. Вероятно повышение ставки на 0,5 п.п. Тем временем вызовы для экономики США усиливаются – например, Всемирный Банк снова [понижил](#) прогнозы по росту экономики США на 2022-2023 гг.

**16 июня.** Выход данных по оценке ВВП России в I квартале 2022 года (первая оценка)

**29-30 июня.** Состоится саммит лидеров стран-членов НАТО в Мадриде.

**1 июля.** Завершение основной программы количественного смягчения в Европе (APP)

**В фокусе: динамика рубля, рост доходностей гособлигаций в странах ЕС и проблема голода**

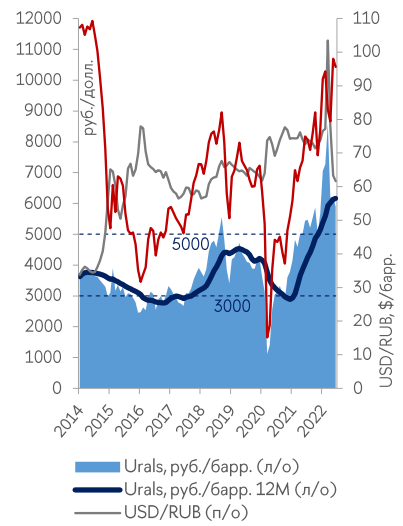
**Укрепление рубля: от внешних факторов к внутренним**

USD/RUB укрепился с максимального значения 120,4 руб./долл. в марте до текущих 60,2 руб./долл. Динамика EUR/RUB была еще сильнее, чем USD/RUB из-за ослабления EUR/USD, обязательной оплаты газа компаниями ЕС за рубли и конвертации 100% валютной выручки ПАО «Газпром». Банк России таргетирует инфляцию, а не курс, но динамика рубля может создавать инфляционные риски и во многом определяет устойчивость финансовой системы РФ. С 27 февраля 2022 г. из-за невозможности проведения валютных интервенций (заморозка части валютных резервов ЦБ и активов ФНБ фактически привела к остановке реализации бюджетного правила и заблокировала возможность проведения интервенций) Банк России своевременно ввел ограничения на движение капитала и на операции с валютой, повысил ставку до 20%, а правительство ввело обязательную продажу экспортной выручки (80% и период конвертации 3 дня). С апреля Банк России начал смягчать некоторые ранее введенные меры (возобновлены продажи валюты населению и повышены пороги переводов средств за рубеж) на фоне рекордного профицита текущего счета за 4М22 – по нашим расчётам, в апреле нефтегазовый экспорт (теперь 70-80% экспорта) вырос более чем в два раза г/г, а импорт сократился на порядка 50-60% г/г. С 24 мая правительство смягчило требования к продаже валютной выручки экспортеров (50% и период конвертации 120 дней), а с 9 июня – отменило их. Теперь для внутримесячной динамики курса возрастает значимость внутренних факторов, например, налогового периода, когда 14-16го числа месяца компании-экспортеры осуществляют продажу валюты для выплат страховых взносов в бюджет, а 24-26 и 30-31 числа – НДС, НДС, налога на прибыль и др. Фундаментально же курс рубля продолжит определяться динамикой импорта (по нашим расчетам, в мае годовое падение импорта замедлилось до порядка 30-40% г/г) и экспорта (негативный эффект от бюджетных пакетов санкций ЕС пока будет нивелироваться ростом поставок в другие страны). Однако тот факт, что теперь компании могут держать валюту на счетах, будет сдерживать укрепление рубля. В среднесрочной перспективе по мере приближения к заложенной в бюджет 2022 г. среднегодовой рублевой цене на нефть в 6724 руб./барр. (USD/RUB 81,4; Urals 52,6 долл./барр.) – сейчас уже 6999 руб./барр. за 5М2022 г. (средний USD/RUB 80,0; Urals 87,5 долл./барр.), мы ожидаем дальнейшее смягчение ограничений (как это было 9 июня при курсе 58 руб./долл. и Urals 99,2 долл./барр.), что также окажет давление на USD/RUB, и не позволит ему слишком сильно укрепиться.

**Долговые проблемы стран ЕС: Греция, Италия, Португалия**

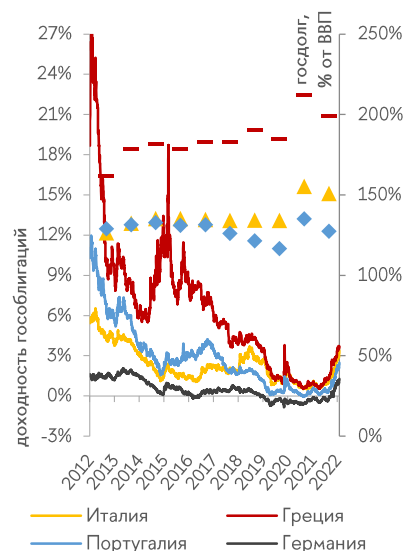
Внутренние финансы трех стран ЕС с высоким уровнем государственного долга – Греции (198,9% от ВВП в 2021 г.), Италии (150,9%) и Португалии (127,5%) – еще не успели восстановиться после предыдущих шоков и снова сталкиваются с новыми вызовами: ожидаемым ужесточением ДКП и новыми бюджетными проблемами. В июне доходность по 10-летним облигациям Греции составила 3,7% (vs 1,3% в начале января), Италии – 3,4% (vs 1,2%), Португалии – 2,4% (vs 0,5%), что ведет к росту нагрузки на бюджет в части обслуживания долга (в 2021 г. в Греции 5,2% доходов направлялось на выплату процентов по обслуживанию долга, в Италии – 7,3%, в Португалии – 5,7%). Рост ИПЦ, ожидаемое повышение ставок ЕЦБ и завершение QE – программы количественного смягчения приведут к дальнейшему росту доходностей. Пока спред доходностей гособлигаций этих стран к доходностям гособлигаций Германии невысокий, но мы ожидаем его роста.

ЕЦБ готовит новую программу «поддержки» доходностей облигаций, но пока это выглядит скорее как словесная интервенция. Чтобы предотвратить потенциальные риски невыплат по суверенным долгам этих стран, ЕЦБ, вероятно, будет сдержан и в части поднятия ставок, и в вопросе длительности сроков приостановки QE.



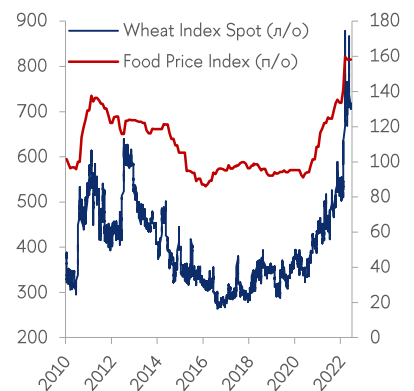
**Рис. 10. Курс рубля к доллару США и нефть марки «Urals»**

Примечание. С 01/01/2014 по 09/06/2022  
Источник: investing.com, Банк России



**Рис. 11. Доходность по 10-летним облигациям и объем валового государственного долга**

Примечание. С 01/01/2012 по 03/06/2022  
Источник: Wall Street Journal Markets, МВФ WEO



**Рис. 12. S&P GSCI Wheat Index Spot и Индекс цен на продовольствие**

Примечание. С 01/01/2010 по 03/06/2022  
Источник: Wall Street Journal Markets

### Продовольственный кризис

Сегодня около [811 млн чел.](#) сталкиваются с недоеданием из-за спада объемов поставок и роста цен на продовольствие. Заявления России о [«беспроблемном вывозе»](#) зерна из Украины решают лишь часть проблемы, другие вопросы остаются нерешёнными – удобрения, логистика, посевная кампания в [России и Украине](#), и [ограничения](#), вводимые Индией и Китаем по экспорту с/х продукции. Глобальный рост ИПЦ также продолжает давить на цены, что еще больше увеличивает разрыв между потребностями в еде бедных стран и объемом международного финансирования в этой области.



Все мнения, высказанные в данном мониторинге, отражают точку зрения авторов и могут не совпадать с официальной позицией НИУ ВШЭ, а также не являются инвестиционной рекомендацией

## Авторский коллектив:

Зайцев А. А. (руководитель проекта),  
к. э. н., доцент Департамента мировой экономики,  
зам. зав. сектора международно-экономических  
исследований Центра комплексных европейских и  
международных исследований (ЦКЕМИ) НИУ ВШЭ,  
alex.zaytsev@hse.ru



Бондаренко К. А.,  
преподаватель Департамента мировой экономики  
Факультета мировой экономики и мировой политики НИУ  
ВШЭ, kbondarenko@hse.ru



Сокольщик Л. М.,  
к. и. н., доцент Департамента зарубежного  
регионоведения, научный сотрудник Центра комплексных  
европейских и международных исследований (ЦКЕМИ)  
НИУ ВШЭ, lsokolshchik@hse.ru



Григорьев Л. М. (научный консультант проекта), к. э. н.,  
профессор, научный руководитель Департамента мировой  
экономики НИУ ВШЭ

Макаров И. А. (научный консультант проекта), к. э. н.,  
руководитель Департамента мировой экономики, зав.  
сектора международно-экономических исследований  
Центра комплексных европейских и международных  
исследований (ЦКЕМИ) НИУ ВШЭ

Кондакова К. С.  
Поташев Н. А.  
Пронюхина Е. Д.  
Серкебаева М. Б.  
Уфимцев А. А.  
Шаповалов А. Е.

Выпуски мониторинга доступны по ссылке:

<https://wec.hse.ru/globbarohse>

