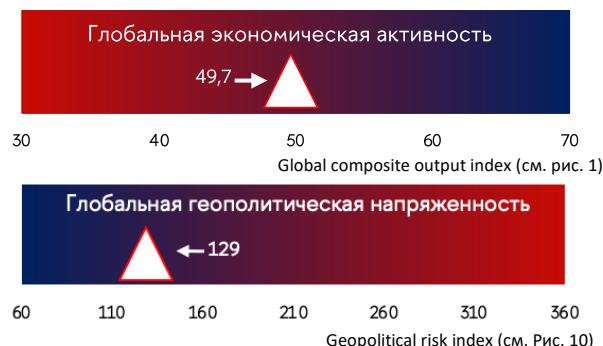




## Факультет мировой экономики и мировой политики

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



### Новый виток эскалации вокруг Украины, ЕЦБ и Банк Англии спасают госдолг, откладывая борьбу с инфляцией, новые риски на мировых нефтегазовых рынках

#### Долгосрочный взгляд

В сентябре-начале октября геополитические риски усилили свое влияние на мировую экономику. Произошла серьезная эскалация: интенсификация боевых столкновений на Украине, объявление о частичной мобилизации в России, принятие в состав России новых регионов, принятие 8-го пакета антироссийских санкций, рост рисков прямого военного столкновения между Россией и НАТО, взрывы на газопроводах Северный поток (СП) 1-2 и Крымском мосту, нанесение ракетных ударов по инфраструктурным объектам Украины.

Эти события обостряют энергетический кризис (в первую очередь, в ЕС), риски инфляции и рецессии, и создают в мировой экономике еще более высокую неопределенность. Судя по всему, эскалация будет усиливаться в ближайшие месяцы. Кроме того, геополитическую напряженность усиливает давление на Саудовскую Аравию со стороны США из-за решений ОПЕК+.

Глобальная экономическая активность продолжает падение второй месяц подряд, в частности, из-за спада в КНР на фоне новых карантинных ограничений, продолжения рецессии в США и вхождения в нее стран ЕС. Мировая торговля вслед за экономической активностью также стагнирует: новые экспортные заказы падают 7-й месяц подряд, только в острую фазу пандемии уровни были ниже текущих. Как следствие, также снижаются и транспортные издержки (они уже вдвое ниже, чем годом ранее, но все еще выше докризисных уровней 2019 г.) и смягчается проблема сбоев поставок.

На рынках нефти и газа произошли важные события с долгосрочными последствиями. Диверсия на газопроводе СП 1-2 фактически меняет структуру газового рынка и основных поставщиков газа в Европу. Принятие 8го пакета антироссийских санкций, предполагающего установление предельных цен на российскую нефть с 5 декабря (наряду с планируемым эмбарго на морские поставки), может стать новым нефтяным шоком для мировой экономики. Кроме этого, разворачивается фактически экономическое противостояние между ОПЕК+ (принявшим решение о сокращении добычи нефти на 2 млн барр./сут.) и США, пытающимися снизить нефтяные цены за счет продажи собственных нефтяных резервов.

Продолжают развиваться риски долгового кризиса: обострение произошло в ЕС и Великобритании (ВБ). Ставки по гособлигациям достигли максимумов (на пяти-, а для Италии и ВБ на 10-летнем горизонте) из-за высокой инфляции, повышения ставки ЕЦБ и бегства капитала в доллар США и бюджетных инициатив в ВБ, приводящих к расширению дефицита. В ответ ЕЦБ и Банк Англии приняли решение в пользу поддержания долговой устойчивости, очередной раз начав количественное смягчение (скупку проблемных гособлигаций на баланс ЦБ) взамен сдерживания инфляции. На этом фоне инфляция обновила очередные исторические максимумы. Подробнее об этих сюжетах, а также о нетрадиционной монетарной политике в Турции и рисках дефолта Credit Suisse – см. основной текст выпуска.

#### Экономическая активность в сентябре – падение второй месяц подряд

Глобальная экономическая активность находится в зоне спада второй месяц подряд: индекс Global PMI Composite составил 49,7 в сентябре против 49,3 в августе. Это обусловлено спадом в КНР, Еврозоне, США, Великобритании и ростом в Японии, Индии и России (табл.1). В сентябре темпы спада в США существенно замедлились на фоне ослабления инфляции в производственных издержках и уменьшения задержек в цепочках поставок. Рост в промышленном секторе обусловлен увеличением объема продаж на внутреннем рынке и снижением стоимости таких материалов, как сталь, пластмасса и пиломатериалы.

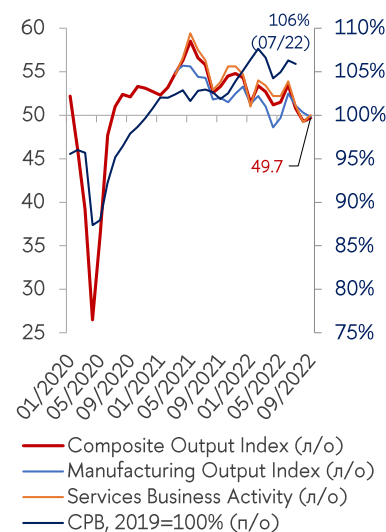


Рис. 1. Глобальный индекс деловой активности (PMI) и глобальный индекс пром. производства (CPB)

\*Индекс отражает физические объемы мирового производства к базе 2019г.

Источник: IHS Markit, CPB

**Индекс физических объемов** обрабатывающих производств в США в годовом выражении остается в положительной зоне (+3,3% г/г в августе, это последние доступные данные). Сектор услуг восстанавливается за счет частного сектора, однако PMI в сфере предоставления финансовых услуг продолжает снижаться из-за повышения процентной ставки ФРС США. Согласно **прогнозам ФРС**, ВВП США в 2022 году может вырасти всего на 0,2% по сравнению с июньским прогнозом в 1,7%. **МВФ более оптимистичен**, но пересмотрел свой прогноз по экономическому росту США в 2022 г. с 2,3% до 1,6%.

В Еврзоне спад усугубляется, индекс PMI Composite снизился до 20-месячного минимума, среди ключевых факторов: высокая инфляция, стремительный рост цен на энергоносители, растущая экономическая неопределенность и ослабление спроса (количество новых заказов в регионе упало до 2-летних минимумов). Промышленный PMI и PMI в секторе услуг достигли 27- и 21-месячного минимумов соответственно. В Великобритании продолжается общий спад: снижение индекса деловой уверенности, инфляция, включая рост цен на энергоносители — все это оказывает отрицательное влияние на экономическую активность. Более того, Великобритания и ЕС сильнее подвержены волатильности на энергетических рынках, чем США. МВФ, однако, ожидает положительный (и довольно высокий) рост ВВП европейских стран в этом году (3,1% в Еврзоне и 3,6% в Великобритании). Исходя из прогнозов – основные проблемы в Европе будут в следующем году, а в ряде стран по итогам года ожидается снижение ВВП, среди них Германия (-0,3%), Италия (-0,2%) и Швеция (-0,1%). Мы, однако, считаем, что проблемы начались уже в этом году, и финальные оценки динамики ВВП, вероятно, будут хуже ожиданий МВФ.

В России наблюдается рост активности как в промышленном секторе, так и в секторе услуг. Основным драйвером роста выступил внутренний спрос, в то время как число экспортных заказов продолжает снижаться. Некоторые компании отметили воздействие факторов обменного курса, вследствие чего затраты увеличились, а объемы производства сократились. **Индекс физических объемов** обрабатывающих производств в годовом выражении остаётся отрицательным (-0,8% г/г в августе), но происходит его постепенное восстановление с минимумов июня 2022 г. Тем временем и национальные ведомства, и международные организации улучшают прогнозы ВВП России на текущий год; например, **МВФ** ожидает снижение ВВП на 3,4% (было -6,0%), **Минэкономразвития** – на 2,9% (было -4,2%).

В Японии Composite PMI вырос в основном за счет сектора услуг, чему способствовало ослабление ограничений в отношении COVID-19. В промышленном секторе, напротив, наблюдается спад. Ослабление иены приводит к увеличению стоимости импортных товаров, вследствие такого инфляционного давления японские производители вынуждены сокращать объемы закупок сырья и объемы производства.

В КНР экономическая активность вновь упала из-за введения в сентябре временных мер по сдерживанию распространения COVID-19. Ограничения оказали более сильное воздействие на промышленный сектор, чем на сектор услуг. Дополнительные издержки накладываются также на логистику: время доставки товаров для поставщиков увеличилось по сравнению с предыдущим месяцем. Индекс физических объемов обрабатывающих производств в **Китае** в годовом выражении остается положительным (+3,1% г/г в августе), но ниже уровней начала года.

В Индии продолжается рост активности, но его темпы несколько замедлились. Основные причины: инфляционное давление, ослабление внешнего спроса, падение курса рупии к доллару США до исторических минимумов.

В ближайшие месяцы мы ожидаем, что глобальная экономическая активность продолжит стагнацию из-за негативных эффектов энергетического кризиса, сбоев поставок, ужесточения монетарной политики и снижения реальных

Страна / регион	Composite Output	Manufacturing Output	Services Business Act-ty
Мир	49,7 (+0,4)	49,8 (-0,5)	50,0 (+0,7)
Индия	55,1 (-3,1)	55,1 (-1,1)	54,3 (-2,9)
КНР	48,5 (-4,5)	48,1 (-1,4)	49,3 (-5,7)
РФ	51,5 (+1,1)	52,0 (+0,3)	51,1 (+1,2)
Велико-британия	49,1 (-0,5)	48,4 (+1,1)	50,0 (-0,9)
Япония	51,0 (+1,6)	50,8 (-0,7)	52,2 (+2,7)
Еврзона	48,1 (-0,8)	48,4 (-1,2)	48,8 (-1,0)
США	49,5 (+4,9)	52,0 (+0,5)	49,3 (+5,6)

Табл. 1. Глобальный индекс деловой активности (PMI)

Источники: IHS Markit

■ - значение индекса > 50, рост  
 ■ - значение индекса < 50, спад

Страна / регион	2021	2022	2023
Мир	6,0	3,2 (0,0)	2,7 (-0,2)
Велико-британия	7,4	3,6 (+0,4)	0,3 (-0,2)
Германия	2,6	1,5 (+0,3)	-0,3 (-1,1)
Еврзона	5,2	3,1 (+0,5)	0,5 (-0,7)
Индия	8,7	6,8 (-0,6)	6,1 (0,0)
КНР	8,1	3,2 (-0,1)	4,4 (-0,2)
РФ	4,7	-3,4 (-2,6)	-2,3 (-1,2)
США	5,7	1,6 (-0,7)	1,0 (0,0)
Япония	1,7	1,7 (0,0)	1,6 (-0,1)

Табл. 2. Прогнозы МВФ, октябрь 2022 и июль 2022

Примечание. В скобках указаны прогнозы по состоянию на июль 2022г.

Источник: IMF WEO

доходов населения. Кроме того, геополитическая напряженность и риски долгового кризиса в ЕС серьезно усилились с сентября.

### Мировая торговля – падение экспортных заказов 7-й месяц подряд, логистические сбои постепенно прекращаются

В сентябре вновь сократилось количество новых экспортных заказов: индекс PMI New Export Orders обновил свой минимум с июня 2020 г. и опустился до 45,9 (vs 47 в августе, рис. 2). Как и в прошлом месяце (см. [выпуск №6 GlobBaro](#)), снижение произошло в нескольких крупных странах-экспортерах: США, Евроне, Канаде, Китае, России и др. Такое падение спроса отражает возросшую осторожность покупателей из-за риска рецессии в экономике, высоких цен и геополитической нестабильности. По [оценкам ВТО](#), во второй половине 2022 г. динамика физических объемов мировой торговли товарами замедлится, но по итогам года рост составит +3,5% при росте мирового ВВП в 2,8% (МВФ ожидает 3,2%).

Давление логистических проблем на мировую торговлю ослабевает 5-й месяц подряд, а показатели транспортных издержек и сбоев поставок приближаются к докризисным уровням на фоне падения экономической активности и экспортных заказов. В сентябре 2022 г. глобальный индекс сбоев цепочек поставок ([GSCPI](#)) снизился до показателя 1,05 (vs 1,51 в августе), достигнув минимума с ноября 2020 г. Продолжилось [снижение](#) индекса контейнерных перевозок (World Container Index), который в сентябре составил 61% от пиковых значений сентября 2021 г. (-33% м/м). Это объясняется снижением стоимости поставок из Шанхая в основных торговых направлениях (значительно - в порты Европы и США) из-за [сокращения](#) спроса. Противоположная динамика была заметна в стоимости перевозки сухих грузов: Baltic Dry индекс вырос на 82% м/м. Наблюдался рост стоимости аренды двух классов судов, используемых для транспортировки сухих грузов (железной руды, угля и зерна). Это объясняется увеличением спроса на [уголь](#) в условиях энергетического кризиса, удлинением плеча поставок, задержками сухогрузов с [зерном](#) в портах и дефицитом судов. Однако, снижение возобновилось уже в последнюю неделю сентября. Ожидается, что волатильность показателя сохранится в связи с продолжением энергетического кризиса, конфликта на территории Украины и неопределенностью по поводу продолжения зерновых сделок (см. раздел “Продовольственный рынок”).

### Ситуация с COVID-19 – возврат к минимальным значениям до начала вспышки штамма Омикрон и возобновление локдаунов в КНР

В сентябре заболеваемость COVID-19 в мире продолжила снижение (14,4 млн в сентябре против 25 млн в августе, -42%) и достигла уровня октября-ноября 2021 г. (время до начала вспышки Омикрона). Замедление распространения коронавирусной инфекции отмечается во всех частях света, однако в Европе этот тренд не так выразителен (-6%). Смертность также показала снижение во всех регионах мира (47 тыс. в сентябре против 69 тыс. в августе, -31%).

Среди крупных экономик относительно высокие темпы заболеваемости сохраняются в России (+58%, что, однако, намного ниже +439% в прошлом месяце). В Китае, Японии и Южной Корее (страны с наибольшими темпами прироста заболеваемости в прошлом месяце) отмечено снижение числа заражений (-31%, -62% и -58% соответственно).

К концу сентября доля заражений Омикроном достигла 99,9% от общего числа заболеваний, 81,2% приходится на подвариант ВА.5. Это значит, что штамм распространился достаточно, чтобы больше не вызывать серьезных вспышек заболеваемости. 14 сентября глава ВОЗ [заявил](#) о возможном приближении конца пандемии. Тем не менее, штамм Омикрон [характеризуется](#) высокой изменчивостью, и потому не исключено возникновение мутаций, способных спровоцировать новые волны распространения коронавируса.

Спад заболеваемости сопровождается постепенным снятием ограничений. Так, средний по миру Stringency Index продолжает снижаться и в сентябре составил 22,9 (против 44,5 в январе 2022). Пока что не меняет стратегию борьбы с



Рис. 2. Динамика мировой торговли товарами и PMI New Export Orders

Источник: СРВ, IHS Markit.  
\*Данные СРВ, физические объемы мировой торговли товарами.

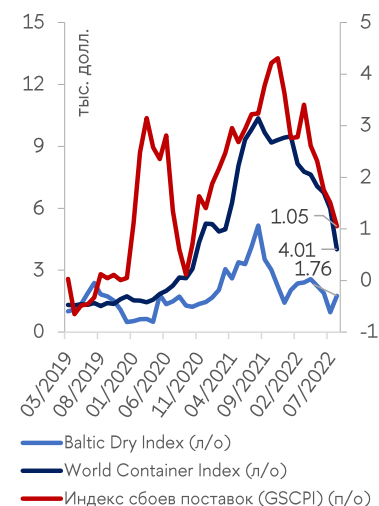


Рис. 3. Транспортные издержки и индекс сбоев поставок

Примечание: [GSCPI](#) (Global Supply Chain Pressure Index) – индекс, рассчитываемый Federal Reserve Bank of New York на базе индексов морских перевозок (Baltic Dry Index, Harpex Index), 3 компонентов индекса PMI (число дней доставки, объем невыполненных заказов фирм, накопленные запасы фирм), 4 ценовых индексов авиаперевозок, для оценки потенциальных сбоев в цепочках поставок.

[Baltic Dry Index](#) – индекс, отражающий стоимость морской перевозки сухих грузов. Представляет собой средневзвешенную оценку стоимости фрахта (в долл. США) разных типов судов по 20 торговым маршрутам. Рассчитывается Балтийской биржей.  
[World Container Index](#) – сводный индекс, включающий цену (в долл. США) за перевозку 40-футового контейнера на 8 крупных маршрутах. (данные Drewry)

коронавирусом Китай, где 1 сентября был введен карантин в многомиллионном городе Чэнду - крупнейший локдаун после снятия ограничений на передвижение в Шанхае. В городе, помимо прочего, располагаются производства Toyota Motor, Foxconn (поставщик Apple) и другие важные с точки зрения глобальных цепочек поставок производства. Ко второй половине сентября большинство ограничений в Чэнду были сняты, однако частичные локдауны сохраняются в других крупных городах. Политика «нулевой терпимости» очередной раз привела к спаду в обрабатывающей промышленности страны и стала одной из причин частичного [переноса](#) мощностей компании Apple из Китая в Индию.

Количество заражений оспой обезьян в сентябре снизилось (18 тыс. в сентябре против 29 тыс. в августе), число смертельных случаев также ниже, чем в предыдущем месяце (9 в сентябре против 11 в августе). Глобальный риск заражения оспой обезьян оценивается как умеренный, на уровне регионов он оценивается как высокий в Южной и Северной Америке (ок. 85% всех заражений оспы обезьян в мире) и Европе (ок. 13%). Наибольшее число заражений приходится на США (7 тыс.), Бразилию (3 тыс.), Колумбию (1,5 тыс.) и Мексику (1,1 тыс.).

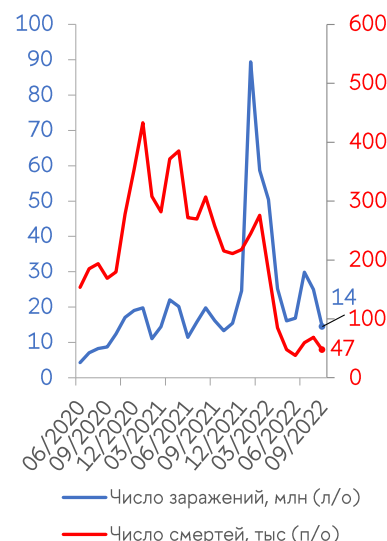


Рис. 4 Число заражений и смертей от COVID-19

Источник: ВОЗ

### Товарные рынки – снижение спроса в разгар санкционной борьбы

**Рынок газа.** В сентябре цена газа в Европе после 4 месяцев роста снизилась на 24,6% м/м (\$1929/тыс. куб. м на 30 сентября - \$2550/тыс. куб. м на 31 августа). В течение месяца котировки опустились ниже \$2000/тыс. куб. м впервые с середины июля. Неожиданное снижение цены связано, во-первых, с определенными [договоренностями](#) в сдерживании энергетического кризиса в Европе – был согласован пакет мер по борьбе с высокими ценами на электроэнергию, который должен уменьшить спрос и снизить прибыль энергетических компаний. Кроме того, европейский газовый рынок [сжался](#), что произошло благодаря снижению экономической активности, экономии газа и сворачиванию газоемких производств (потребление за 8 месяцев [снизилось](#) на 10% г/г). Во-вторых, новости о заполненности подземных газовых хранилищ (далее – ПГХ) помогли «успокоить» рынок и котировки. Драйвером роста цены может стать морозная зима, что будет истощать ПГХ, в которых газа хватит до [февраля](#) (при условии отсутствия поставок из РФ). Кроме того, при сохранении текущих объемов закупок топлива вероятно усиление проблемы [дефицита газа](#) в ЕС в отопительном сезоне 2023 года.

26 сентября в результате [диверсии](#) были повреждены две нитки «Северного потока – 1» (далее – СП-1) и одна нитка «Северного потока – 2» (далее – СП-2), пропускная способность каждой нитки – 27,5 млрд куб. м. в год). По оценкам Nord Stream AG, ремонт может стоить десятки миллионов евро, а сроки восстановительных работ оценить пока [невозможно](#). Правительство РФ заявило о готовности [поставлять газ](#) по неповрежденной нитке СП-2, однако это станет возможно только после полного обследования обеих ниток газопровода. После выхода из строя СП-1 поставки газа из РФ в Европу осуществляются лишь [двумя](#) путями: через газотранспортную систему Украины сниженными объемами (около 40 млн куб. м в сутки) и через одну нитку Турецкого потока, прокачка по которому тоже снизилась (около 32 млн куб. м в сутки). Эксперты МЭА отмечают, что проблем с обеспеченностью газа в Европе из-за снижения российского экспорта можно [избежать](#) лишь при сокращении спроса на 9-13% и высоком уровне поставок СПГ.

По [заявлениям](#) Газпрома, за 9 месяцев 2022 г. экспорт голубого топлива в натуральном выражении в страны дальнего зарубежья (за счет падения поставок в Европу) уменьшился на 40,4% г/г, добыча сократилась на 17% г/г, а спрос на внутреннем рынке также уменьшился на 4,1% г/г. При этом продолжают расти поставки в КНР по «Силе Сибири» в рамках контракта с CNPC, которые идут сверх суточных контрактных количеств, но их объемы пока не компенсируют спада

Нефть	Газ TTF	Золото	Сталь	Продовольствие
-11.0%	-26.3%	-2.9%	-0.5%	-1.1%

	Акции	Валюта*	10-л. облигации ±п.п.
США	-9.4%	3.0%	0.63
Китай	-5.6%	-3.2%	0.12
Германия	-5.6%	-2.6%	0.57
Россия	-18.5%	3.0%	0.82
Япония	-7.7%	-4.0%	0.02
Велико-британия	-5.4%	-4.0%	1.27

Табл. 3. Ключевые рынки, изменение за месяц, %

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

поставок в ЕС. О точных цифрах не сообщается, но производительность базового Чаюдинского месторождения составляет 38 млрд куб. м в год. Кроме того, частичное возмещение потерь от снижения экспорта в Европу может быть восполнено запуском в конце 2022 г. второго месторождения «Силы Сибири» – Ковыктинского. По прогнозам [Bloomberg](#) экспорт российского газа в КНР в этом году вырастет на 5,5 млрд куб. м или на 53,8% г/г (с 10,4 млрд куб. м в 2021 до 15-16 млрд куб. м в 2022). Поставки в Европу тем временем сократятся на 66% г/г – со 150 млрд куб. м в 2021 до 100 млрд куб. м в 2022. Таким образом, большая часть объема экспорта газа в ЕС пока не замещена рынком КНР.

**Рынок угля.** Фьючерсные контракты на уголь в сентябре оставались на исторических максимумах и подорожали на 1,9% - до \$433 за тонну (30 сентября) vs. \$425 за тонну (31 августа). 5 сентября было достигнуто исторически максимальное значение цены – \$457 за тонну. РФ продолжает увеличивать поставки угля по дисконтной цене в Китай (в августе на 15% м/м), Индию и Южную Корею (23% м/м). Дисконт российского угля составляет до 70%, что делает покупку энергоносителей из РФ очень выгодной.

Экспорт российского угля в страны ЕС в 2021 г. составил 50,4 млн тонн – это примерно 35% от всего импорта угля в Европу и порядка 12% всего объема добычи угля в России в том же году. Полный запрет на импорт угля из России, установленный в августе этого года, создает риски потери данной доли рынка. Однако по [заявлению](#) Правительства РФ заменить объем экспорта из ЕС в страны Азии можно как минимум на 25 млн тонн, тем самым частично снижая риски.

В сентябре европейские страны были вынуждены [смягчить](#) санкции в отношении российского угля и разрешили его перевозку в третьи страны через ЕС. Решение было принято Еврокомиссией с целью снизить цены на энергоресурс в условиях дефицита поставок из РФ и общего высокого спроса на уголь.

**Рынок нефти.** По итогам сентября цена на нефть сорта Brent снизилась на 8,8% до \$87,96/барр. Brent падает 4-й месяц подряд, общее снижение за данный период составило 23,4% (цена на конец июня относительно цены на конец сентября). Цена на российскую нефть сорта Urals в сентябре снизилась на 10% до \$70,4/барр. В динамике цен на российскую нефть также наблюдается снижение на протяжении 3 месяцев. Дисконт на российскую нефть (разница стоимости марок Brent и Urals) снизился по сравнению с августом на 4,3% (около \$17,56/барр. к нефти марки Brent).

Среди ключевых факторов понижающей динамики мировых цен на нефть стоит отметить снижение спроса на сырье из-за рецессии как в мире, так и в КНР, укрепление доллара США за счет повышения ставки ФРС и [значительные продажи сырья](#) из стратегических резервов США [в рамках плана](#), принятого в марте 2022 г. с целью снижения цен. Начиная с марта, объем поставок нефти из резервов США – 1 млн барр. в сутки, а за первую неделю сентября за счет резервов на рынок поступило 8,3 млн барр. нефти. Всего было запланировано к реализации 180 млн барр. из стратегических резервов.

В то же время такие меры способствовали дестабилизации нефтяного рынка в США, так как продажи нефти из резервов привели к [историческому снижению стратегических запасов](#) нефти. В начале месяца они достигли минимума с 1984 г. и составили 434,1 млн барр. Однако по состоянию на 16.09.2022 г. запасы снизились еще сильнее до 427,2 млн барр. Этот фактор оказывал давление на котировки нефтяных цен в сторону их повышения.

Динамика цен на сорт нефти Urals во многом определяется спросом со стороны Китая и Индии. Экономика КНР, с одной стороны, начинает [восстанавливаться](#), а с другой – все еще пребывает в условиях действия политики [нулевого COVID-19](#). Спрос на сырье, как и темпы восстановления экономики в Китае будут зависеть от решений по снятию противовирусных ограничений. Конкретные меры могут быть озвучены на [20-м съезде КПК](#), который должен состояться уже 16.10.2022 г.

Объем импорта российской нефти в Китае в августе составил 2 млн барр. в сутки или 21% от общего объема закупок нефти Китаем. Эксперты отмечают, что [Urals](#)



Рис. 5 Динамика цен на нефть, газ и уголь, январь 2010 = 100%  
Источники: Всемирный банк

[будет оставаться востребованной](#) в Китае и странах Юго-Восточной Азии по своим качественным характеристикам и спрос на нее будет расти, особенно в условиях переориентации поставок на Восток. Существенный объем импорта нефти в Китай составляют поставки из стран Ближнего Востока. В сентябре их объем был равен [4,7 млн барр. в сутки](#), что на 4% выше, чем в августе, и на 8% чем в июле.

Россия стала [вторым крупнейшим поставщиком](#) нефти в Индию в сентябре: объем поставок нефти составил [879 тыс. барр. в сутки](#) (на 18,5% больше, чем в августе). Помимо спроса со стороны Китая и Индии, [Индонезия](#) в середине сентября заявила о возможности импорта российской нефти.

Важным событием стало принятие ОПЕК+ 5 октября решения о [сокращении объемов добычи нефти](#) с ноября на 2 млн барр. в сутки (около 2% мировой суточной добычи), что спровоцировало резкий рост цен. Данное сокращение стало крупнейшим с 2020 г. и вызвало негативную реакцию со стороны США, которые пытаются снизить нефтяные цены за счет продажи собственных резервов. Так, советник по национальной безопасности США заявил, что в ноябре Соединенные Штаты высвободят одновременно еще [10 млн барр.](#) нефти из стратегического нефтяного резерва США. Однако после решения ОПЕК+ оказать существенное давление на снижение цен нефти данная мера не способна. Для России решение ОПЕК+ не несет рисков: ее квота снизилась до 10,5 млн барр. в сутки, а фактический объем добычи составлял [9,8 млн барр. в сутки](#).

Возможным фактором, сдерживающим экспорт нефти из России, в перспективе ближайших месяцев выступает инициатива Западных стран по введению потолка цен на нефть. 6 октября в ЕС приняли [8-й пакет санкций](#) в отношении России. Один из пунктов документа устанавливает поддержку ограничения цен на продажу российской нефти в третьи страны. Конкретные цены отсечения, как ожидается, станут известны по нефти – 05.12.2022 г., по нефтепродуктам – 05.02.2023 г.

К планам введения потолка цен на российскую нефть не присоединились Индия и Китай, представители которых заявляют о высокой обеспокоенности из-за возможной нехватки ресурсов для собственных нужд без альтернативных поставок из Ирана и Венесуэлы. В ответ США сообщили о готовности к [введению санкций](#) на китайские компании, способствующие экспорту нефти из Ирана, а также о возможном усилении санкций в отношении самого Ирана. Подобные санкции были наложены на компании ОАЭ, Индии и Гонконга.

Российский ответ на введение «потолка цен» остается неизменным: Россия продолжит отказываться от экспорта газа, угля и нефти в Европу и страны, которые поддержат «потолок цен», и [переориентирует свои поставки](#) в заинтересованные страны.

Учитывая решение ОПЕК+ и [значительные риски](#) ограничительных мер со стороны ЕС, высока вероятность резкого скачка цен (\$100-120/барр.) на нефть, что может повлечь серьезные последствия для стран-импортеров.

**Рынок металлов.** По итогам сентября композитный индекс цен на металлы (LME Metal Index) снизился на 5,3% м/м (против 2,9% м/м в августе). На конец месяца снизились цены на сталь (-0,5%), золото (-2,9%), алюминий (-8,4%) и никель (-1,4%).

В сентябре стало известно, что Лондонская биржа металлов (LME) рассматривает [блокировку](#) российских металлов, в частности, алюминия, меди и никеля. На фоне этих новостей цена на алюминий прекратила падение и выросла на 11% с 27 сентября по 4 октября. Введение блокировки окажет наибольшее [влияние](#) на рынок алюминия, производство которого в Европе значительно сокращено.

Металлургические компании продолжили сокращение мощностей, поскольку энергетический кризис делает выплавку металлов слишком дорогостоящей. Так, крупнейший в Европе алюминиевый завод Dunkerque Industries France сократил производство на [22%](#), алюминиевая компания Speira GmbH - на [50%](#), а крупнейший производитель стали в Европе ArcelorMittal - на [17%](#). Производители

металлов сообщают о дальнейшем сокращении мощностей в зимний период и запрашивают государственную поддержку металлургической промышленности во избежание потенциальной [«перманентной деиндустриализации»](#).

Цена на медь снизилась более чем на 3% за сентябрь, несмотря на увеличивающийся спрос (+8,1%) со стороны Китая по сравнению с августом. При этом [спреды](#) на медь выросли, что сигнализирует об ограниченности запасов металла, которые были зарегистрированы биржами (LME, CME, ShFE) на уровнях, близких к историческим [минимумам](#). Некоторые из ведущих производителей – Перу и Чили – сообщают о минимальном [экспорте](#) за 19 месяцев, что связано с падением [инвестиций](#) в горнодобывающую промышленность вследствие остановки металлургических производств и возможной рецессии. Более того, по оценкам BloombergNEF спрос на медь вырастет более чем на 50% с 2022 по 2040 гг., так как медь является востребованным металлом во многих отраслях, в особенности в возобновляемой энергетике и «зеленых» технологиях. Вследствие роста спроса ожидается увеличение дефицита до уровня 20% от потребления в 2035 г., что, в свою очередь, будет стимулировать в долгосрочном периоде рост цены. По [прогнозам](#) Goldman Sachs цена на медь будет составлять \$15000 в 2025 г., что примерно в 2,5 и 2 раза больше, чем в 2019 г. и октябре 2022 г. Однако в горизонте 1-2 лет ожидается падение цен на медь до \$6600 в первом квартале 2023 г. в условиях рецессии ([Citigroup Inc](#)).

В течение сентября цена на золото опустилась ниже \$1700, достигнув минимума с апреля 2020 г. На фоне повышения процентных ставок ФРС, роста доллара США и роста доходностей мировых облигаций золото находилось до конца сентября в «опасной зоне», поскольку могло потерять поддержку инвесторов. Однако благодаря [падению](#) доллара США золото смогло восстановить рост и преодолеть отметку в \$1700 в начале октября. По [прогнозам](#) HSBC Holdings цены на золото в среднем составят \$1820 за унцию в 2022 г., а затем снизятся до \$1750 в 2023 г.

### **Продовольственный рынок: нормализация на фоне геополитической неопределенности**

Шесть месяцев подряд наблюдается последовательное снижение [индекса продовольственных цен ФАО](#): в сентябре 2022 г. он упал на 1,1% м/м, превышая при этом прошлогоднее значение на 5,5%. Значительное падение цен на рынке растительных масел (пальмовое масло –11,37% м/м, подсолнечное масло –12,8 м/м) перевесило рост цен на зерновые (+1,5% м/м). На большей части территории Европейского союза (17% мирового производства пшеницы, 5% – кукурузы) наблюдаются [неблагоприятные погодные условия](#). В сочетании с геополитической напряженностью, а также с высокими ценами на удобрения, энергоносители и транспорт это привело к повышению цен на пшеницу (+9,15% м/м) и кукурузу (+7,82% м/м), несмотря на усиливающиеся ожидания рецессии и относительно вялый [потребительский спрос](#). Среди наиболее значимых факторов снижения цен на [масло](#) – сезонный рост производства в сочетании со значительными объемами запасов.

Срок действия зерновых сделок с участием РФ, Украины, Турции и ООН [истекает](#) 11 ноября 2022 г.; из-за геополитических факторов и неполного соблюдения условий сделки перспективы продления соглашений неясны, что оказывает дополнительное давление на рынки зерна. По данным ООН на 6.10.2022 г. в рамках соглашения Украина-Турция-ООН вывезено около [6,3 млн тонн](#) зерновых. Основными экспортными направлениями остаются страны Европейского союза (51,1%), Турция (13,8%) и Китай (7,2%); на 8 из 43 [нуждающихся](#) в срочной продовольственной помощи стран Африки и Азии суммарно пришлось 8,82%. В рамках соглашения РФ-Турция-ООН Еврокомиссия выпустила разъяснения, согласно которым [разрешается](#) осуществление транспортных, брокерских, страховых и иных финансовых услуг в отношении российского экспорта удобрений (о ситуации на европейском рынке удобрений см. [GlobBaro№6](#)) и животных кормов, в том числе при посредничестве операторов ЕС для экспорта в третьи страны. Между тем по разным оценкам в России прогнозируется

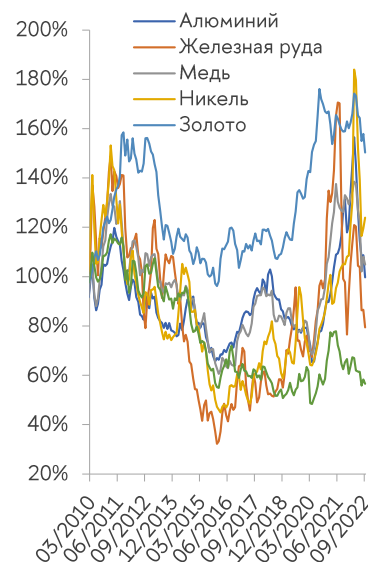


Рис. 6. Динамика цен на металлы, январь 2010 = 100%  
Источник: Всемирный банк

рекордный урожай пшеницы от 88 до 96 млн тонн, однако экспортные возможности остаются ограниченными, несмотря на реализацию товара с 12% дисконтом относительно ближайшего конкурента (Франции).

### Финансовые рынки – в красной зоне. ЕС и Великобритания предпринимают попытки сдерживания долгового кризиса

Фондовые рынки крупнейших стран обвалились в сентябре на 5-18%.

В США на них негативно сказывается ужесточение монетарной политики и заявление главы ФРС Дж. Пауэлла о снижении шансов на “мягкую посадку”.

По итогам сентября инфляция в Еврозоне достигла рекордных двузначных значений - 10%, что вкупе с сентябрьским повышением ставки ЕЦБ до 1,25% (+75 б.п.) и замедлением деловой активности в производственном секторе Германии и Франции усиливает опасения инвесторов относительно рецессии.

На фоне очередных рекордов по инфляции, повышения ставки ЕЦБ и снижения активности серьезно выросли риски долгового кризиса в ЕС: доходности облигаций еврозоны продолжили рост (Германия - 2,1% (+0,57 п.п.), Италия - 4,5% (+0,62 п.п.), Испания - 3,3% (+0,56 п.п.), Греция - 4,9% (+0,76 п.п.)). Для смягчения рисков долгового кризиса ЕЦБ вновь приступил к количественному смягчению - покупке проблемных гособлигаций. Максимумов с 2008 г. достигли 10-летние гособлигации Великобритании (ставка поднялась до 4,5% 27 сентября), как результат реакции инвесторов на обнародование плана масштабного снижения налогов. В целях сохранения финансовой стабильности Банк Англии объявил о покупке бумаг, фактически запустив QE.

На динамику российского рынка оказало давление объявление о частичной мобилизации в стране (некоторые частные инвесторы начали продавать активы и уходить в кэш – отток наличных средств продолжается рекордные три недели – с 21 сентября по 11 октября, последние доступные данные). Впервые с 2017 г. Индекс Мосбиржи упал ниже 2000 пунктов до 1933 (-7,49% за день 26 сентября). Вместе с этим объем торгов на фондовом рынке вырос на 33,9%, что обусловлено массовой распродажей российских акций в связи возросшими геополитическими рисками вокруг России.

### Инфляция: «энергетическая трагедия» в Европе, рекордная базовая инфляция в США

Мировая инфляция в сентябре продолжила свое ускорение в ответ на энергетический кризис. Приближающаяся зима не вселяет надежд на замедление роста цен на энергоресурсы, а значит пиковые значения не преодолены, особенно в Европе.

По предварительным данным, рост цен в Еврозоне ускорился до 10,0% г/г в сентябре по сравнению с 9,1% г/г в августе, что установило новый исторический максимум: инфляция достигла двузначного уровня первый раз с момента образования Еврозоны. Энергетический компонент продолжил ускорение: 40,8% г/г vs 38,6% г/г в августе. Кроме того, ускорился годовой рост цен на продукты питания, алкоголь и табак (11,8% по сравнению с 10,6% в августе). Наибольшее ускорение наблюдалось в Нидерландах (17,1% г/г в сентябре vs 13,7% г/г в августе) и Германии (10,9% vs 8,8% г/г соответственно). Такой рост обусловлен повышением цен на электроэнергию: например, в сентябре 2022 г. в Нидерландах они были на 114% выше, чем год назад. По нашим предположениям пик инфляции в Еврозоне еще не пройден: в будущем ожидается ускорение роста цен ввиду начала зимнего отопительного сезона.

Инфляция в Великобритании, по прогнозным оценкам, ускорилась и в сентябре достигла более высоких значений по сравнению с предыдущим месяцем: 9,9% г/г в августе. Основными причинами являются рост цен на электроэнергию и удобрения. Серьезное ускорение инфляции до 11% г/г ожидается в октябре на фоне поднятия тарифов на электроэнергию с октября на 80%, а также из-за мягкой бюджетной и монетарной политики и обесценения фунта (см. раздел “В фокусе”).



Рис. 7. Динамика цен на продовольствие, январь 2010 = 100%

Источник: Всемирный банк

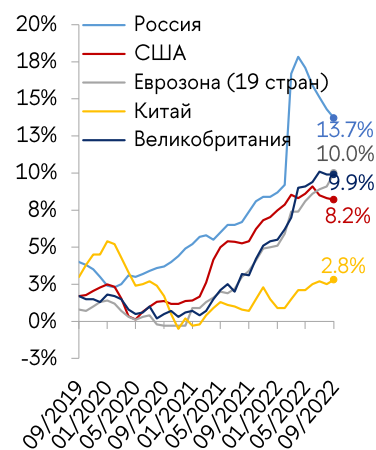


Рис. 8. Индекс потребительских цен, г/г, 2019–2022

Источник: данные Центробанков стран

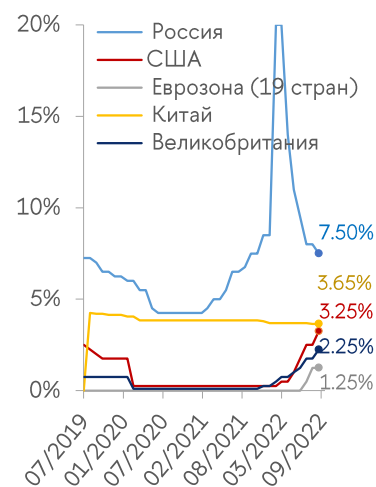


Рис. 9. Номинальные ключевые ставки, г/г, 2019–2022

Источник: данные Центробанков стран



В США годовая инфляция составила 8,2% г/г, что выше прогнозов рынка в 8,1% г/г (vs 8,3% г/г в августе). Помесячный рост ускорился в 4 раза - до 0,4% м/м в сентябре (vs 0,1% м/м в августе), и базовая инфляция находится на рекордных уровнях - +6,6% г/г. Теперь рынки ожидают более агрессивное ужесточение монетарной политики ФРС.

В Китае рынок ожидает ускорение роста цен в годовом исчислении. Уровень инфляции ускорился до 2,8% г/г (по сравнению с 2,5% г/г в августе).

В сентябре инфляция в России продолжила свое замедление, начавшееся с мая, и составила 13,7% г/г (vs 14,3% г/г в августе). Однако, наблюдается проинфляционное давление: Росстат зафиксировал рост цен впервые после 11 недель дефляции подряд: с 20 по 26 сентября инфляция ускорилась на 0,08%, а с 26 сентября по 3 октября — на 0,07%. В своем заявлении председатель Банка России Э. Набиуллина отметила дальнейшее ослабление дефляционных факторов. Инфляционные ожидания населения продолжают расти второй месяц подряд – в сентябре они возросли до 12,5% (+ 0,5 п.п. м/м), вернувшись к верхней границе диапазона апреля – августа.

### Денежно-кредитная политика: QT в США vs QE в Европе

Как и ожидалось, 21 сентября ФРС повысила ставку на 0,75 п.п. (с 2,5% до 3,25%), а председатель регулятора Дж. Пауэлл вновь поддержал ястребиную риторику, подчеркнув, что «безболезненного решения для снижения инфляции не существует» и ФРС намерена довести ставку до уровня 4,4% к концу 2022 г. По обновленному базовому прогнозу регулятора, ставка будет повышаться и в 2023 г. однако в какой-то момент ФРС может замедлить темпы ужесточения, чтобы оценить эффект от повышений. В сентябре ФРС продолжила количественное ужесточение – объемы сокращения баланса составили \$49 млрд, однако о заявленных в августе \$95 млрд ежемесячно по итогам сентября речи не идет.

22 сентября Банк Англии повысил ключевую ставку на 0,5 п.п. (с 1,75% до 2,25%) и в соответствии со своими заявлениями в июле принял решение начать сокращение баланса (QT). Однако параллельно с жесткой риторикой ЦБ Канцлер Казначейства Великобритании объявил о намерении проводить стимулирующую политику путем снижения ряда налогов, несмотря на затяжную инфляцию и высокий уровень госдолга. Из-за противоречивой политики правительства Банку Англии пришлось не просто отложить QT, но снова запустить QE (см. раздел «В фокусе»). Неслаженность действия правительства и ЦБ пошатнули репутацию регулятора, что может осложнить дальнейшее обуздание инфляции путем вербальной коммуникации. По итогам сентября-начала октября, после трех месяцев сокращения баланса в общем размере €63 млрд, ЕЦБ вновь прибег к количественному смягчению (баланс увеличился на €40 млрд) с целью недопущения обвала долгового рынка стран Еврозоны. Риски дефолта южных стран ЕС усиливаются, что ставит ЕЦБ в трудное положение, разрывая его между долговыми проблемами и двусмысленными значениями инфляции, которые регулятор пытается сдерживать за счет повышения ставки. В этом году ожидаются еще два повышения на 75 б.п.

Вне тренда на ужесточение остались Россия и крупные азиатские экономики – Япония и Китай. 16 сентября ЦБ РФ снизил ключевую ставку на 50 б.п. (с 8,00% до 7,50%) и объявил о скором завершении цикла снижения в связи с улучшением деловой активности. Изменений в ДКП Японии и Китая не произошло, при этом страны все еще намерены стимулировать экономику в рамках восстановления после пандемии. В сентябре процентные ставки в этих двух странах остались на прежних уровнях (-0,1% и 3,6% соответственно).

Примечание: данные по ставке ЕЦБ с учетом сентябрьского повышения

Страна	Ном.	ИПЦ	Реал. ст.	↑/↓*
Аргентина	75.00%	78.50%	-3.50%	↑
Австралия	2.35%	6.80%	-4.45%	↑
Бразилия	13.75%	8.70%	5.05%	↑
Канада	3.25%	7.00%	-3.75%	↑
Швейцария	0.50%	3.50%	-3.00%	↑
Чили	10.75%	14.10%	-3.35%	↑
Китай**	3.65%	2.80%	0.85%	↓
Чехия	7.00%	17.20%	-10.20%	↑
Дания	0.65%	8.90%	-8.25%	↑
Великоб-ния**	2.25%	9.90%	-7.65%	↑
Гонконг	3.50%	1.90%	1.60%	↑
Венгрия	11.75%	15.60%	-3.85%	↑
Индонезия	4.25%	4.70%	-0.45%	↑
Индия	5.40%	7.00%	-1.60%	↑
Исландия	5.75%	9.30%	-3.55%	↑
Япония	-0.10%	3.00%	-3.10%	↓
Южная Корея	2.50%	5.70%	-3.20%	↑
Мексика	9.25%	8.70%	0.55%	↑
Малайзия	2.50%	4.70%	-2.20%	↑
Норвегия	2.25%	6.50%	-4.25%	↑
Перу	6.75%	8.40%	-1.65%	↑
Филиппины	4.25%	6.30%	-2.05%	↑
Польша	6.75%	16.10%	-9.35%	↑
Румыния	6.25%	15.30%	-9.05%	↑
Сербия	3.50%	13.20%	-9.70%	↑
Россия	7.50%	13.70%	-6.20%	↓
Сауд. Аравия	3.75%	3.00%	0.75%	↑
Швеция	1.75%	9.80%	-8.05%	↑
Таиланд	1.00%	7.90%	-6.90%	↑
Турция	12.00%	80.20%	-68.20%	↓
США**	3.25%	8.10%	-4.85%	↑
Еврозона**	0.75%	10.00%	-9.25%	↑
Южная Африка	6.25%	7.60%	-1.35%	↑

Табл. 4. Ключевые ставки и инфляция (% г/г) в некоторых странах мира

Примечание: наиболее актуальные данные по состоянию на 08.10.2022

\*Последнее действие ЦБ –

повышение/понижение ставки

\*\*Предварительные данные по

инфляции за сентябрь

Источник: BIS, данные Центробанков стран

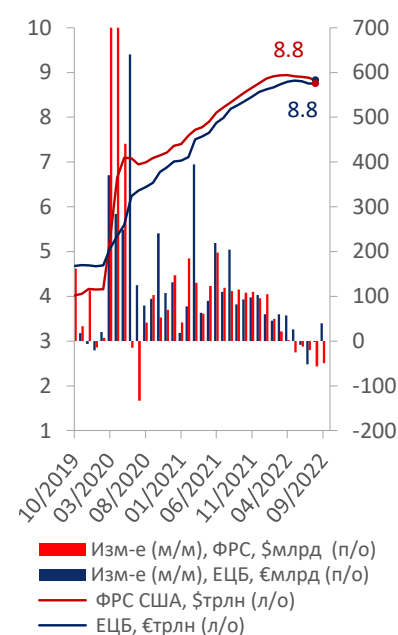


Рис. 10 Активы ФРС и ЕЦБ

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

## Бюджетно-налоговая политика: масштабные меры поддержки на фоне усугубления мирового энергетического кризиса

За 11 месяцев финансового года дефицит бюджета США [составил](#) \$944 млрд — чуть более трети от дефицита в \$2,7 трлн за аналогичный период 2021 финансового года. Текущий тренд по общему сокращению дефицита объясняется как увеличением налоговых поступлений за указанный период (+25% г/г от налогов с доходов физических лиц), так и продолжающимся уменьшением расходов (-15% г/г) на меры преодоления последствий пандемии.

Несмотря на сокращение указанных расходов, все больших затрат требует текущая мировая энергетическая повестка. Так, 12 августа нижняя палата конгресса США [приняла](#) масштабный законопроект, подразумевающий выделение \$430 млрд (1,9% от ожидаемого ВВП 2022 г.) на здравоохранение, поддержание энергетической безопасности и борьбу с изменением климата. Соответствующий закон [подписан](#) и вступил в силу 16 августа, реализация мер планируется со следующего года.

7 июня Еврокомиссия [представила](#) проект бюджетных расходов ЕС на 2023 г. в размере €185,6 млрд, превзойдя аналогичный [прошлогодний показатель](#) на 10,6%. Европейская комиссия предложила выделить €103,5 млрд для поддержки восстановления экономики после пандемии коронавируса и кризиса на Украине. Подчеркнуто приоритетное внимание к цифровым инициативам и программам перехода к зеленой экономике.

Помимо этого, ЕС [разрабатывает](#) серию мер, направленных на прямую поддержку компаний, подверженных росту цен на энергоносители, в т.ч. за счет субсидированных кредитов. В общей сложности государства-члены ЕС [выделили](#) на различные меры поддержки населения и предприятий с сентября 2021 г. по сентябрь 2022-го €450 млрд (1,9% ВВП 2021 г.), из которых €314 млрд пришлось на удержание роста цен на электроэнергию, предоставление субсидий и сокращение сборов, которыми облагалось производство электроэнергии. Более всего на субсидирование выделили Германия (€100,2 млрд), Италия (€59,2 млрд) и Франция (€53,6 млрд). Большинство принятых мер считаются краткосрочными, но, учитывая нарастающее вмешательство государств, вполне могут стать структурными.

В КНР в ответ на замедление экономической динамики (из-за локдаунов и проблем на рынке недвижимости) возникает острая необходимость стимулирования экономики. Для этого в августе КНР [выделил](#) дополнительный 1 трлн юаней (\$146 млрд), фокусируясь на инфраструктурных расходах (из указанной суммы 300 млрд юаней - госбанкам для инвестирования в инфраструктурные проекты; 500 млрд юаней - региональным властям в виде специальных облигаций за счет неиспользованных ранее квот). Однако аналитики Goldman Sachs Group Inc. считают меру недостаточной для того, чтобы нивелировать ущерб и стимулировать рост экономики. Ожидаемое замедление роста экспорта и негативное влияние политики нулевой терпимости к коронавирусу, МВФ снизил прогноз на 2022 г. с 3,3% до 3,2%, а на 2023 г. — с 4,6% до 4,4%.

Подготовлен проект федерального бюджета России на 2023–2025 гг. В 2023 г. доходы бюджета [оцениваются](#) в сумму около 26 трлн руб. (на 1,6 трлн [меньше](#) ожидаемых в 2022 г. 27,7 трлн руб.), расходы — 29,1 трлн руб. (чуть больше трат 2022 г., составляющих 29 трлн руб.). Предусмотрен переходный период с постепенным сокращением дефицита бюджета с 2% ВВП в 2023 г. до 1,4% в 2024 г. и до 0,7% — в 2025 г.

[Сокращение](#) доходов федерального бюджета в 2023 г. относительно 2022 г. объясняется ожидаемым снижением нефтегазовых поступлений (с 8% до 6% ВВП). Падение нефтегазовых доходов в большей степени отражает влияние макроэкономической ситуации: снижение цен на нефть и газ, курс рубля и сокращение добычи, переработки и экспорта, исходящее из планируемого в декабре нефтяного эмбарго ЕС.

Дефицит бюджета правительство покрывает государственными займами, в связи с чем существует необходимость увеличения спроса на первичном рынке ОФЗ, а также средствами Фонда национального благосостояния (ФНБ). В четвертом квартале 2022 г. Министерство финансов РФ [планирует](#) разместить ОФЗ объемом 150 млрд руб. По итогам третьего квартала регулятору удалось привлечь 10 млрд руб. из ожидаемых 40 млрд руб. Все аукционы Минфина по размещению ОФЗ начиная с 21 сентября [не состоялись или были отменены](#) из-за высокой рыночной волатильности.

Правительство России [внесло](#) в Госдуму законопроект о корректировке бюджетного правила и особенностях использования средств ФНБ. Предложено зафиксировать совокупный объем базовых нефтегазовых доходов, которые могут направляться на расходы, в 2023-2025 гг. в абсолютном выражении на уровне 8 трлн руб. с дальнейшей ежегодной индексацией в размере 4%, начиная с 2026 г. [В старом бюджетном правиле](#) общие годовые расходы бюджета определялись суммой нефтегазовых доходов и нефтегазовых доходов при базовой цене отсечения на нефть. Фиксирование призвано обеспечить стабильность бюджетных расходов вне зависимости от изменчивости конъюнктуры и минимизировать влияние волатильности нефтегазовых доходов на экономику. Финансирование дефицита бюджета в 2023 и 2024 гг. за счет средств ФНБ ограничено временными предельными границами в 2,9 трлн руб. и 1,6 трлн руб. соответственно (с 2017 г. первый и единственный случай покрытия бюджетного дефицита за счет средств резервных фондов [состоялся](#) в 2020 г. - выделено 3,6 млрд руб.).

### **Геополитика – новый этап эскалации вокруг Украины**

В сентябре 2022 г. индекс [Geopolitical Risk Index \(GPR\)](#) снизился до 129 от значения августа в 135. Это связано с преобладанием в информационном поле тем, касающихся социально-экономических последствий международно-политических кризисов и боевых действий в ряде регионов, а также развитием экономического, энергетического, продовольственного кризисов в мире. В целом индекс остается выше среднего показателя за период 2016–2019 гг., равного 99. При этом интенсификация конфликта вокруг Украины, вхождение новых регионов в состав России и начало частичной мобилизации в российской армии будут иметь отложенный эффект для геополитической обстановки в последующие несколько месяцев.

Высокий уровень индекса GPR связан с военной активностью и развитием конфликтных ситуаций в ряде регионов. В Европе геополитическая напряженность обусловлена развитием [конфликта](#) вокруг Украины, обострением энергетического [кризиса](#) на фоне [принятия](#) 8-го пакета антироссийских санкций и [диверсиями](#) на газопроводах «Северный поток». В регионе также сохраняется негативная тенденция [деградации](#) отношений между Россией и членами НАТО и риск их прямого [столкновения](#). В Азиатско-Тихоокеанском регионе (АТР) одним из ключевых противоречий остаются принципиальные [разногласия](#) Китая и США по вопросу Тайваня. Кроме того, резонанс вызвало [заявление](#) КНДР о подтверждении своего ядерного статуса. На Ближнем Востоке усилилась политическая и военная напряженность в ряде стран региона ([Иран](#), [Сирия](#), [Ливан](#)). В Северной Америке неопределенность развития во многом обусловлена ростом [инфляции](#) в США и [ставки](#) ФРС и обострением политической борьбы накануне промежуточных [выборов](#) в Конгресс США (8 ноября). В Латинской Америке геополитическая напряженность связана с проведением президентских [выборов](#) в Бразилии и политической нестабильностью в ряде стран ([Аргентина](#), [Уругвай](#), [Колумбия](#)). В Африке углубление [энергетического](#) и [продовольственного](#) кризисов и рост конфликтности в отдельных странах ([Буркина-Фасо](#), [Эфиопия](#)) негативно сказываются на стабильности в регионе.

**Европа/СНГ.** В Европе нарастание энергетического кризиса на фоне [восьмого](#) пакета санкций против России, включающего введение потолка цен на ее экспорт нефти, и [диверсий](#) на газопроводах «Северный поток» способствует дальнейшей дестабилизации ситуации в регионе и повышает вероятность [рецессии](#) в Еврозоне. В условиях экономического спада в ряде стран Европы прошла серия массовых протестов ([Германия](#), [Австрия](#), [Бельгия](#), [Франция](#), [Чехия](#)). Процесс согласования [мер](#) по борьбе с энергокризисом негативно сказывается на европейской солидарности, в частности разногласия вызывает инициатива по ограничению [цен](#) на российский газ. В регионе продолжилась тенденция ослабления позиций мейнстримных политических сил.

По результатам парламентских **выборов** в Швеции **победу** одержал **блок** правых партий («Шведские демократы» – 20,2%, Умеренная коалиционная партия – 17,9%, Христианские демократы – 5,2%, партия «Либералы» – 4,2%). В Италии на **выборах** в парламент большинство также получила **коалиция** партий правой ориентации (партия «Братья Италии» – 26,2%, партия «Лига» – 8,9%, партия «Вперед, Италия» – 8%). Своеобразным символом завершения предшествующей политической эпохи явилась **смерть** королевы Великобритании Елизаветы II, новым **монархом** стал Карл III.

Важным событием для геополитической обстановки в регионе стало проведение 23–27 сентября **референдумов** по вопросу вхождения ДНР, ЛНР, частей Запорожской и Херсонской областей в состав России и **утверждение** 5 октября ратификации **договоров** о принятии новых территорий. Ключевые **страны** Запада и **НАТО** выступили с официальными заявлениями о непризнании данных решений. При этом на линии соприкосновения сил российской специальной военной операции (СВО) и украинских формирований активизировались **бое столкновения** из-за ряда наступательных **действий** украинской стороны. В условиях развития конфликта вокруг Украины сохраняется **риск** прямого столкновения между Россией и странами НАТО. Так, посол России в США А.И. Антонов указал, что Вашингтон по причине расширения **военно-технической** и **финансовой** поддержки Киева близок к тому, чтобы стать стороной в конфликте. Кроме того, представители властей Украины призвали США и их союзников **нанести** превентивный удар по России. В свою очередь российское руководство **заявило** о намерении защищать своих граждан и территории, в том числе новые, «всеми имеющимися силами и средствами». Вместе с тем, несмотря на принятие Украиной **решения** о запрете мирных переговоров с Россией в текущей политической конфигурации, 6 октября спикер Совета Федерации российского парламента В.И. Матвиенко на площадке G20 **предложила** провести переговоры между делегациями России и Украины.

8 октября произошел **теракт** на Крымском мосту, ответственность за который российские **власти** и ряд мировых **СМИ** возложили на украинские спецслужбы. Исходя из важности данного объекта критической инфраструктуры, в ответ 10 октября Россия нанесла серию **ударов** по военным, энергетическим, логистическим целям на Украине, а руководство Республики Беларусь выступило с инициативой **размещения** российских вооруженных сил на своей территории и создания региональной военной **группировки**. Кроме того, 8 октября **введена** должность командующего силами СВО, на которую был назначен генерал С.В. Суровикин. Это может говорить о скорой интенсификации сухопутной части СВО со стороны России.

На пространстве СНГ фиксируется усиление вовлеченности внерегиональных игроков в политические процессы в Закавказье и Центральной Азии (**Турции**, **США**, **ЕС**), а также рост напряженности из-за резкого обострения локальных конфликтов. Военное **столкновение** произошло на границе между Арменией и Азербайджаном. 15–25 сентября в Армении развернула свою работу **миссия** ОДКБ во главе с генеральным секретарем организации. 17 сентября Армению посетила **делегация** Конгресса США во главе со спикером Палаты представителей Н. Пелоси. Дополнительным фактором напряженности стали вооруженные **действия** на киргизско-таджикской границе. Важным событием для региона стали военные **учения** стран ОДКБ в Казахстане, прошедшие с 26 сентября по 13 октября. Укрепление регионального сотрудничества было в фокусе мероприятий II Каспийского экономического **форума**, состоявшегося 5–6 октября. Приоритетными темами обсуждения стали **вопросы** транспортной инфраструктуры, энергетики, охраны окружающей среды, развития межрегионального взаимодействия и культурно-гуманитарных связей.

**АТР.** В регионе сохраняются высокие геополитические риски и нарастает **милитаризация**. Очагом напряженности остается ситуация вокруг Тайваня, который является одним из ключевых пунктов противоречий между США и Китаем. США в очередной раз **заявили** о намерении оказать прямую военную поддержку Тайбэю. В свою очередь Китай **призвал** США соблюдать принцип «одного Китая» и проявлять осторожность в отношении Тайваня. Усилилась напряженность на Корейском полуострове. В ответ на проведение очередных совместных военных **учений** Южной Кореи, Японии и США КНДР осуществила серию **пусков** ракет в сторону Японского моря, а также приняла **декрет** о подтверждении своего ядерного статуса.

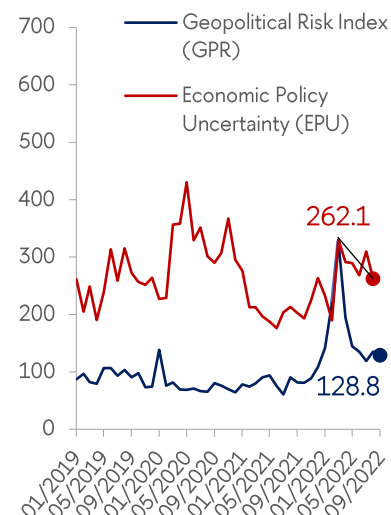


Рис. 11. Индекс геополитики

Примечание. GPR – индекс, показывающий степень геополитической напряженности в мире (данные за сентябрь). Данные индекса за последние месяцы обновляются с учетом погрешностей и методики исследования, что может приводить к корректировке их значений.

EPU – индекс, показывающий степень неопределенности экономической политики в мире (данные за август). 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/ind\\_ex.html](https://www.policyuncertainty.com/ind_ex.html)

На фоне тенденции к [милитаризации](#) Японии 5 сентября Россия [вышла](#) из соглашения об облегченном посещении ряда японских граждан Курильских островов. Кроме того, кризис в отношениях двух стран углубился из-за дипломатического скандала, разразившегося после [задержания](#) генконсула Японии М. Тацунори во Владивостоке при получении им сведений ограниченного распространения.

В условиях геополитической напряженности страны Евразии укрепляют сотрудничество. 2 сентября Россия и Китай провели совместные командно-штабные военные [учения](#) «Восток-2022». 15–16 сентября состоялся [саммит](#) ШОС в Самарканде, по итогам которого была завершена процедура [вступления](#) в организацию Ирана и начата [процедура](#) присоединения к организации Республики Беларусь. Намерение в будущем [присоединиться](#) к ШОС высказала Турция. Приоритетными направлениями дальнейшего [взаимодействия](#) стран-участниц были определены безопасность, торговля, борьба с терроризмом, преступностью, коррупцией и последствиями пандемии.

Знаковым событием для региона станет предстоящий 16 октября [съезд](#) Коммунистической партии КНР, в ходе которого может серьезно обновиться руководство страны (кроме генерального секретаря партии Си Цзиньпина) и могут быть сделаны важные внешнеполитические заявления, в том числе по проблеме Тайваня.

**Ближний Восток.** В регионе получил развитие ряд событий, дестабилизирующих геополитическую обстановку. В Иране [прошли](#) массовые протесты после смерти задержанной полицией девушки М. Амини, насчитывается более 40 погибших. Ответственность за провоцирование беспорядков верховный лидер Ирана [возложил](#) на США и Израиль. В Сирии ВВС Израиля нанесли [удар](#) по окрестностям Дамаска, в результате погибло 5 сирийских военных. Кроме того, в 10 провинциях Сирии [зафиксированы](#) вспышки холеры: 426 случаев подтверждены, 33 человека умерли.

Относительно позитивно можно оценить возможное принятие Ливаном [предложения](#) о демаркации морской границы с Израилем. Страны ОПЕК+ 5 сентября приняли [решение](#) снизить добычу нефти на 100 тыс. б/с в октябре, 5 октября на очередном заседании участники объединения [согласились](#) с ноября снизить добычу нефти еще на 2 млн б/с. В ходе переговорного процесса по иранской ядерной программе США предложили Ирану провести прямые двусторонние переговоры о восстановлении их участия в Совместном всеобъемлющем плане действий (СВПД). Вместе с тем нарастает напряженность в отношениях между США и Саудовской Аравией, а также рядом других стран Персидского залива, которые вопреки лоббистским [усилиям](#) Вашингтона по увеличению добычи нефти согласовали совместно с Россией ее сокращение в рамках ОПЕК+. В ответ американские конгрессмены выступили с инициативами [вывода](#) американских войск и систем ПРО из Саудовской Аравии и ОАЭ, приостановки продаж Эр-Рияду оружия и боеприпасов на год, а также об [ускорении](#) рассмотрения законопроекта [NOPEC](#), направленного на противодействие ОПЕК. Президент США Дж. Байден заявил о [пересмотре](#) отношений с Саудовской Аравией. Ранее Саудовская Аравия заявляла о намерении [присоединиться](#) к группе БРИКС. Сообщалось также, что страна обсуждает возможность [перехода](#) на расчеты в юанях при торговле нефтью с Китаем, что может нанести серьезный удар по позициям доллара как мировой валюты.

**Северная Америка.** Неопределенность развития региона и мира во многом связана с ростом [инфляции](#) в США и [ставки](#) ФРС и обострением политической борьбы накануне предстоящих 8 ноября промежуточных [выборов](#) в Конгресс США. Негативным фактором стало ухудшение погодных условий в США в связи с сильнейшим за последние годы [ураганом](#) «Иан», обрушившимся на штат Флорида. Разгул стихии [привел](#) к масштабным разрушениям, ее жертвами стали десятки человек, около 1,3 млн потребителей остались без электроснабжения. Не способствует нормализации международной обстановки дискриминационная политика США в отношении [России](#) и [Китая](#), проявляющаяся в расширении санкционного давления и неисполнении американской стороной [обязательств](#) по обеспечению доступа международных делегаций на мероприятия ООН. Кроме того, серьезно дестабилизирует геополитическую ситуацию в Европе намерение Пентагона разместить в Германии командный [центр](#) для координации и управления поддержкой Украины со стороны США и их союзников по ЕС и НАТО. Вместе с тем, есть позитивные [сигналы](#) о том, что в условиях возросших геополитических рисков встреча лидеров США и России, возможно, состоится 15–16 ноября на полях саммита G20 в Индонезии.

**Латинская Америка.** Важным событием в регионе стали президентские выборы в Бразилии. По результатам [первого](#) тура голосования гонку возглавили лидер оппозиции Л. Лула да Силва (48,43%) и действующий президент Ж. Болсонару (43,2%). Второй тур состоится 30 октября. При этом ряд экспертов высказывают [опасения](#), что в случае проигрыша Ж. Болсонару может не признать результаты выборов. Ранее уже произошло [столкновение](#) между сторонниками и противниками действующего президента. Дополнительным фактором роста напряженности является сохранение внутривнутриполитической нестабильности в ряде стран Латинской Америки. В [Аргентине](#), [Уругвае](#), [Колумбии](#) прошла серия массовых протестов, вызванных [ухудшением](#) социально-экономического положения, [ростом](#) инфляции и недовольством политикой действующих правительств.

**Африка.** В сентябре сохранение напряженности в регионе было обусловлено развитием энергетического и продовольственного кризисов. В [Тунисе](#), [Кении](#) и Южно-Африканской Республике ([ЮАР](#)) отмечается существенный [рост](#) цен на топливо и [перебои](#) с электроэнергией. Страны Африканского рога сталкиваются с угрозой резкого усугубления проблемы [голода](#). Дополнительными факторами роста нестабильности в регионе стали государственный переворот в [Буркина-Фасо](#) и возобновление участия [Эритреи](#) в войне Эфиопии с Тыграем. В то же время [США](#), [Китай](#), [Россия](#) предпринимают усилия для укрепления сотрудничества с африканскими странами в сфере обеспечения стабильности развития, торговли, продовольствия, добычи и переработки полезных ископаемых.

## Ближайшие события

**16 октября.** XX Всекитайский съезд Коммунистической партии КНР.

**27 октября.** Заседание ЕЦБ во Франкфурте. Ожидается повышение ставки на 75 б.п.

**28 октября.** Заседание Банка России. Коридор для снижения ставки сузился, возможно снижение не более чем на 50 б.п.

**19–21 октября.** Встреча министров финансов АТЭС.

**27–28 октября.** XV Веронский Евразийский экономический форум.

**30 октября.** Второй тур президентских выборов в Бразилии.

**Ноябрь.** Саммит АТЭС пройдет в Бангкоке.

**1-2 ноября.** Заседание ФРС. Повышение ставки возможно на уровне 50-75 б.п.

**3 ноября.** Заседание Банка Англии. Ожидается повышение ставки, а также раскрытие дальнейших планов ЦБ по изменению баланса.

**3–4 ноября.** Встреча министров иностранных дел G7.

**8 ноября.** Выборы в Конгресс США.

**15–16 ноября.** Саммит G20.

**В фокусе: Финансовые проблемы двух стран и одного крупного банка**

**Великобритания: фискальные и монетарные проблемы**

23 сентября канцлер казначейства Великобритании из нового правительства Л. Трасс – К. Квартенг – объявил о [плане](#) стимулирования экономического роста страны. Он предполагает, что 45%-я ставка подоходного налога для тех, кто зарабатывает более £150 тыс., будет полностью отменена; повышенная ставка 40%, взимаемая с доходов выше £50 тыс., останется; средний счет за электроэнергию для домохозяйств благодаря различным инструментам должен быть заморожен на уровне £2,5 тыс. в год. Кроме того, канцлер объявил об отмене запланированного на 2023 г. повышения ставки налога на прибыль с 19% до 25%. Эти меры напрямую приведут к снижению доходов бюджета (в т.ч. только налоговых - [на £45 млрд](#)) при одновременном росте расходов и, соответственно, предполагают расширение дефицита бюджета и увеличение объема заимствований. Инвесторы негативно оценили эти меры, что спровоцировало [распродажу](#) на рынке госдолга Великобритании. 28 сентября доходность 10-летних гос. облигаций в фунтах стерлингах, впервые с 2008 г. достигла 4,5% (против 2,6% месяц ранее). Курс фунта опустился до рекордно низких \$1,035.

Резкий рост доходности вызвал шок на рынке пенсионных фондов, стратегии которых привязаны к стоимости гособлигаций (резкий рост доходности приводит к тому, что обязательства пенсионных фондов превышают стоимость их активов, из-за чего менеджеры фондов начинают массово распродавать активы, в том числе облигации). Чтобы не допустить сильных потерь пенсионных фондов, а также успокоить рынок ипотечного кредитования, где на фоне волатильности ставок [начал](#) происходить массовый отзыв сделок, Банк Англии 28 сентября [объявил](#) о программе покупки гособлигаций на сумму в £65 млрд в течение 13 дней (10 октября было [объявлено](#) о повышении ежедневных закупок с £5 до £10 млрд, что увеличивает общий прогнозируемый объем покупок до £90 млрд). Это позволило стабилизировать ситуацию на рынке – доходность 10-летних гос. облигаций опустилась после решения ЦБ до 4,1%; курс фунта стерлинга поднялся до \$1,0877. Однако новая программа скупки гособлигаций будет оказывать дополнительное проинфляционное давление к уже высокой инфляции. Из-за вышеуказанных мер и роста тарифов на электроэнергию с октября мы ожидаем, что осенью этого года инфляция в Великобритании превысит 40-летний максимум в 10,2% г/г ([февраль 1982 г.](#)).

**Последствия нетрадиционной ДКП в Турции**

Макроэкономические дисбалансы в Турции продолжают расти. По официальным данным, в сентябре 2022 г. уровень инфляции в Турции достиг максимума за последние 24 года – 83,45% г/г (в то же время Независимая группа исследования инфляции ENAG сообщила о росте цен на 186% г/г). Производственная инфляция ускорилась до 151,5%, наибольший вклад в рост цен внесли добывающая и обрабатывающая промышленности.

С 2018 г. фактически все экономические решения страны регламентируются политикой президента Р.-Т. Эрдогана. По его инициативе ЦБ проводит сверхмягкую ДКП в ожиданиях ускорения темпов экономической активности (с сентября 2021 г. ЦБ Турции снизил ключевую ставку на 700 б.п., с 19% до 12%, и, по всей видимости, продолжит цикл снижения). Действия правительства уже привели к оттоку иностранного капитала и очередному обвалу турецкой лиры по отношению к доллару США (за год валюта обесценилась на 52%). Зависимость Турции от импорта на фоне роста цен на энергоносители оказывает еще большее давление на инфляцию в стране, тем самым

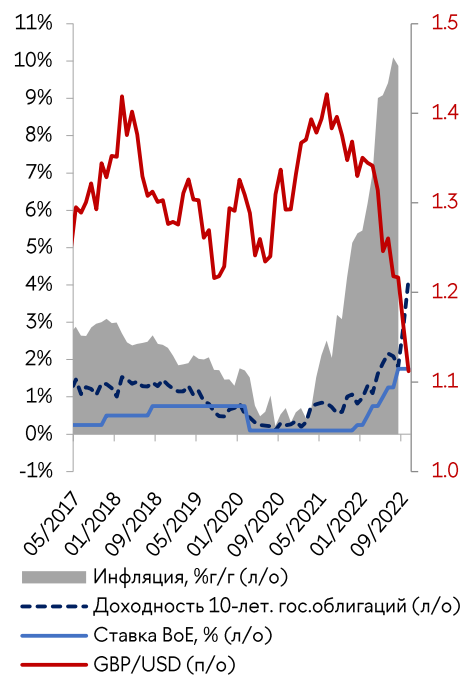


Рис. 12. Великобритания: инфляция, ставка ЦБ, доходность 10-летних гос. облигаций и USD/GDP

Источник: Банк Англии, investing.com

Дата	Объемы за период	Объемы накопленные
ноя-2009	200	200
июл-2012	175	375
авг-2016	70	445
мар-2020	200	645
июн-2020	100	745
ноя-2020	150	895
окт-2022*	90*	985*

Табл. 5. Программа скупки облигаций Банком Англии, £млрд

Примечание. \*с учетом объявленной программы 28 сент. и повышения объемов 10 окт. 2022 г.

Источник: [Банк Англии](#)

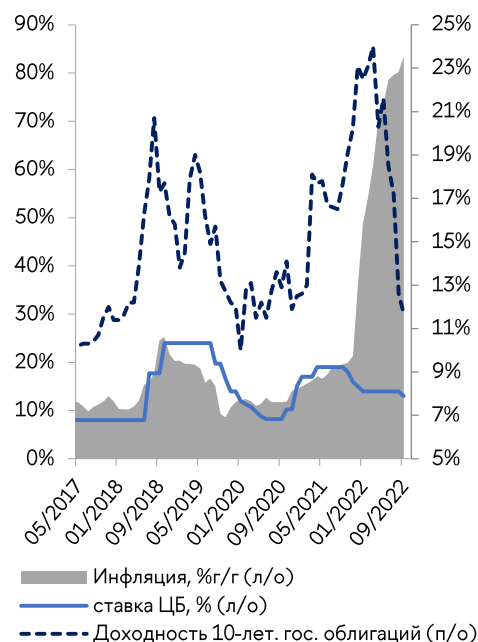


Рис. 13. Турция: инфляция, ставка ЦБ и доходность 10-летних гос. облигаций

Источник: Центральный Банк Турции

образуя замкнутый круг. За 8М22 номинальный рост импорта (+42,3% г/г) превысил рост экспорта (+27,8% г/г), а дефицит текущего счета платежного баланса расширился до \$39,7 млрд vs \$12,8 млрд за 8М21. На фоне высокого дефицита торгового баланса, высоких макроэкономических дисбалансов, относительно высоких процентных платежей по госдолгу (10,2% от общей выручки) и ослабления доверия инвесторов Moody's, S&P и Fitch за последний год снизили рейтинг Турции с В2/ВВ-/В+ до В3/В/В. Введение санкций ЕС на турецкие компании, экспортирующие товары в Россию, – это значимый фактор риска (за год Россия поднялась с двенадцатого на пятое место среди крупнейших направлений турецкого экспорта). Несмотря на вышеуказанные проблемы, Турция продолжит платить по своим обязательствам. Среди ключевых причин: i) низкий госдолг – 32,2% от прогнозируемого ВВП по состоянию на август (хотя из него 2/3 – валютный), ii) доступная ликвидность, которая полностью покрывает предстоящие погашения госдолга и обязательства бизнеса, не подлежащие пролонгации, iii) повышение значимости Турции как геополитического актора (последнее особенно актуально в преддверии выборов 2023 г.).

### Credit Suisse – второй Lehman Brothers?

3 октября акции Credit Suisse, 2-го крупнейшего швейцарского финансового конгломерата после UBS, упали до исторического минимума – ниже 3,6 швейцарских франка (потери с постковидного максимума – 75%, с пика 2007 г. – 95%), а стоимость 5-тилетних кредитных дефолтных свопов (CDS) достигла максимума с 2009 г.

За последнее время Credit Suisse стал участником многих скандалов: дефолт хедж-фонда Archegos Capital, банкротство британского финтех-стартапа Greensill, махинации с «тунцовыми облигациями» и т.д. Для выведения банка из череды неудач летом 2022 г. новым CEO был назначен У. Кёрнер, который в своем сообщении сотрудникам банка от 30 сентября признал, что Credit Suisse находится в «критическом моменте» на фоне подготовки к масштабной реструктуризации. В частности, рассматривается возможность ухода с рынка инвестбанкинга в США и продажа некоторых подразделений – управление капиталом в Латинской Америке, бизнес по продаже секьюритизированных продуктов, а также возможность сокращения около 5000 рабочих мест, примерно одной позиции из 10, в рамках программы по сокращению затрат. При этом представители банка в стремлении отправить рынку успокоительные сигналы говорят о сильных позициях по капиталу и ликвидности, что приводит, однако, к прямо противоположному эффекту (Streisand effect) – падению акций, резкому росту стоимости CDS и, как следствие, допущению рядом аналитиков скорого банкротства Credit Suisse. Причем ситуация, возможно, продолжит накаляться вплоть до 27 октября, когда банк выпустит отчетность за 3К22 и одновременно представит детали реорганизации бизнеса.

Слабая динамика акций Credit Suisse в последние недели также во многом объясняется общим существенным ухудшением ситуации на мировых финансовых рынках (опасения рецессии в мировой экономике из-за ужесточения политики ведущих ЦБ, резкий рост доходностей гособлигаций, усиление геополитических рисков привели к повсеместному бегству от риска, что особенно затронуло бумаги «слабых звеньев» мировой финансовой системы, к которым можно отнести и Credit Suisse).

Credit Suisse входит в число системообразующих банков мира, и эффект от его банкротства вполне может оказаться сравнимым с падением Lehman Brothers в 2008 г., или даже большим. В результате Credit Suisse либо станет хорошей мишенью для поглощения крупными конкурентами, либо будет спасен швейцарским правительством.

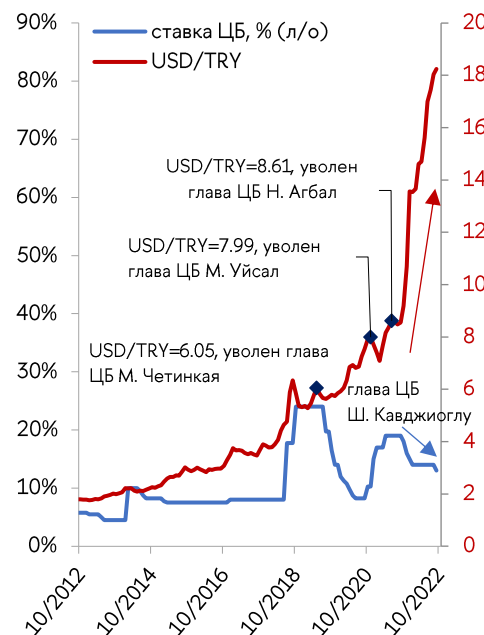


Рис. 14. USD/TRY и ставка ЦБ Турции

Источник: Центральный Банк Турции, investing.com

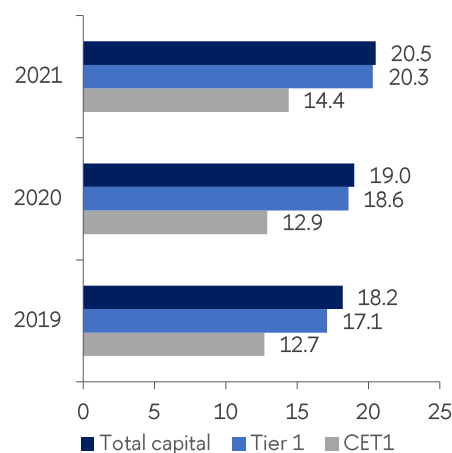


Рис. 15. Коэффициенты достаточности капитала Credit Suisse Group AG

Источник: Credit Suisse

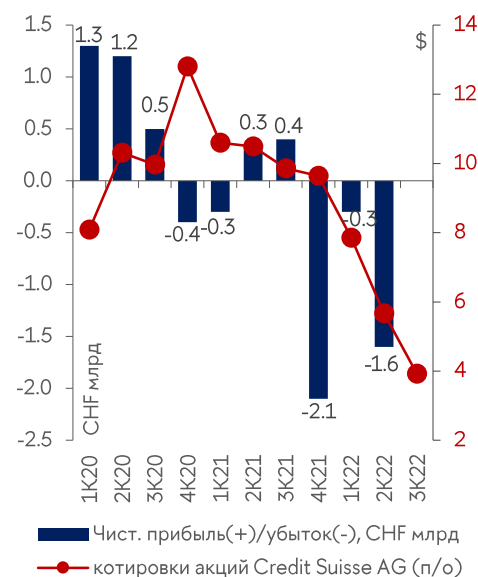


Рис. 16. Чистая прибыль/убыток и котировки акций Credit Suisse Group AG

Источник: Credit Suisse



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](mailto:alex.zaytsev@hse.ru)

Бондаренко К. А.,  
старший преподаватель Департамента мировой  
экономики Факультета мировой экономики и мировой  
политики НИУ ВШЭ, [kbondarenko@hse.ru](mailto: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](mailto:lsokolshchik@hse.ru)

Нечаев А. В., к.э.н., научный сотрудник Центра  
комплексных европейских и международных  
исследований (ЦКЕМИ)

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

Афони́на А. Г.  
Балабанов С. С.  
Басенко Н. А.  
Бухминов А. Ю.  
Васильева А. А.  
Жиляева К. С.  
Каневская П. А.  
Кацанова Д. А.  
Кондакова К.С.  
Коновалова Д. А.  
Кухарева П. Э.

Ливинцева В. Н.  
Лозовой Д.А.  
Мошкина П.А.  
Поташев Н. А.  
Савина Е. А.  
Симонова Е. А.  
Серкебаева М. Б.  
Табакова Е. С.  
Уфимцев А. А.  
Хожай Е. А.  
Шаповалов А. Е.



Выпуски мониторинга доступны по ссылке:

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

Краткие видеовыпуски мониторинга доступны по ссылке:

<https://www.youtube.com/channel/UCFQ6xQp3P4dOwby3cqxzPGg>

