MOVCHAN'S GROUP

Макроэкономический обзор

Июль 2022

www.movchans.com Подписаться на рассылку contact@movchans.com

Movchans /themovchans LinkedIn

Рост заработной платы вместе со снижением ВВП означает падение производительности труда в США. Европейский энергетический сектор будет использовать все возможности для смягчения последствий сокращения поставок российского газа. Несмотря на падение ВВП и слабые результаты частных компаний, власти Китая не собираются менять подход к политике нулевой терпимости к COVID-19.

- За первую половину 2022 года производительность труда в США снизилась примерно на 6%.
- По итогам июля инфляция за 12 месяцев в США составила 8,5%, в Европе — 8,9%. Базовая инфляция за 12 месяцев составила 5,9 и 4% соответственно.
- Один из ключевых факторов роста зарплат — краткосрочные ожидания инфляции. В то же время ожидания темпов роста цен в долгосрочной перспективе в США остаются на уровне в 2%, показывая уверенность населения в том, что ФРС удастся справиться с текущим шоком в экономике.
- Проблемы с поставками трубопроводного газа и почти полная утилизация мощностей СПГ-терминалов ставят ЕС в сложное положение перед зимним сезоном. Однако продление сроков службы ряда атомных и угольных электростанций и введение в эксплуатацию проектов зеленой энергетики, возможно, смогут помочь еврозоне.
- Динамика ключевых показателей китайской экономики будет зависеть от объема стимулов для частного сектора и эпидемиологической ситуации. Любой новый вариант COVID-19 приведет к очередным локдаунам и изоляции страны.

Над обзором работали: Андрей Мовчан, Владимир Ситников, Михаил Зелинко, Елена Чиркова, Анастасия Овчинникова.

Основные макроэкономические показатели

Показатель	Актуальное значение на конец июля[1]	Предыдущее значение	Изменение
Инфляция в США, %	8,5	9,1	-0,6
Безработица в США, %	3,5	3,6	-0,1
Число новых рабочих мест в несельскохозяйственном секторе США, тыс.	528	398	+124
Казначейские облигации США 3M/10Y, доходность к погашению, %	2,38/2,67	1,70/3,02	+68bp/-35bp
США, PMI Composite, пункты	47,7	52,3	-4,6
Ставка ФРС, %	2,25–2,50	1,50–1,75	+75bp
Ставка ЕЦБ, %	0,5	0	+50bp
ЕС, PMI Composite, пункты	49,9	52	-2,1
Инфляция в ЕС, %	**8,9**	8,6	+0,3
Безработица в ЕС, %	6,6	6,6	-
Китай, PMI Composite, пункты	54,0	55,3	-1,3
Инфляция в Китае, %	2,7	2,5	+0,2
Безработица в Китае, %	5,4	5,5	-0,1
Китай, 1Y/5Y ставка, %	3,70/4,45	3,70/4,45	-
S&P 500, пункты	4 130,29	3 785,38	+9,11%
Euro STOXX 50, пункты	3 708,10	3 454,86	+7,33%
Shanghai Composite, пункты	3 253,24	3 398,62	-4,28%
Brent, $/баррель	110,01	114,81	-4,18%
Золото, $ / тройская унция	1 766,22	1 807,31	-2,27%
EUR/USD	1,0218	1,0482	-2,52%
USD/CNY	6,7433	6,6981	+0,67%

[1] Для рыночных индикаторов указаны значения на конец июля, для макроэкономических параметров — последние доступные.

Key People Speak

#Не рецессия

Джером Пауэлл, председатель Совета управляющих Федеральной резервной системы:

«Я не думаю, что экономика США сейчас находится в рецессии. Причина в том, что существует много областей экономики, которые показывают слишком хорошие результаты. Конечно же, я бы в первую очередь указал на рынок труда.

Экономический рост действительно замедляется по понятным нам причинам. Но если вы посмотрите на рынок труда, вы увидите появление сотен тысяч новых рабочих мест. Это удивительно сильный уровень для такого положения дел. А уровень безработицы находится на 50-летнем минимуме в 3,6%».

Источник: FED Press Conference, 27 июля.

MovchansMedia: Г-н Пауэлл, конечно, демонстрирует значительную степень оптимизма, говоря об отсутствии рецессии в экономике. Сильный рынок труда (количество новых рабочих мест и низкая безработица) еще не говорит об отсутствии серьезных проблем. Как альтернатива возможно резкое падение производительности труда: работы много, но объем произведенных товаров и предоставленных услуг сокращается.

#Почему так много?

Кристин Лагард, председатель Европейского центрального банка:

«Во-первых, риск повышения инфляции до еще более высоких уровней реализовался. Во-вторых, цены на широкий спектр составляющих базовой инфляции продолжают расти. В-третьих, курс евро/доллар существенно упал за последние несколько недель, что, очевидно, усилит инфляционное давление в будущем. Именно на основе этого набора элементов, связанных с денежно-кредитной политикой, мы приняли решение о повышении ставки на 50 базисных пунктов».

Источник: ECB Press Conference, 21 июля.

MovchansMedia: Ослабление курса евро относительно доллара действительно сыграло свою роль при принятии решения Европейским центральным банком о конкретном размере повышения ставки. При слабом евро и увеличении объема поставок товаров из США (например, сжиженного природного газа) слабый евро будет ускорять инфляцию.

#Про ожидания

Пол Кругман, нобелевский лауреат по экономике:

«С тех пор как в прошлом году взлетели цены, ФРС была обеспокоена тем, что инфляция может остаться с нами надолго. Точнее — и бизнес и потребители могут прийти к выводу, что значительный рост цен является новой нормой и для снижения инфляции потребуется погрузить экономику в серьезный, продолжительный спад. Это та же ситуация, которая, по мнению большинства экономистов, сложилась в 1970-х годах, и никто не хочет повторять этот опыт.

Хорошая новость в том, что, похоже, никакого дальнейшего укоренения не происходит. Население ожидает снижения инфляции в будущем; финансовые рынки также, видимо, ожидают гораздо более низкие темпы роста цен».

Источник: The New York Times, 11 августа.

MovchansMedia: Безусловно, снижение инфляции за 12 месяцев по итогам июля на 0,6 процентных пункта и отсутствие роста ожиданий темпов роста цен в долгосрочной перспективе — хороший знак для экономики. Однако пока цены на энергоносители остаются на текущих уровнях, значительного снижения общего уровня цен ожидать не стоит.

США

- Инфляция за 12 месяцев в США составила 8,5% по итогам июля.
- Американская экономика создает меньше товаров и услуг, однако зарплаты продолжают расти. Производительность труда снижается.
- Одним из важных факторов инфляции является темпы роста компенсации сотрудникам. Исследователи из Федерального резервного банка Сан-Франциско выяснили, что главной движущей силой такой инфляции являются краткосрочные ожидания темпов роста цен со стороны населения.

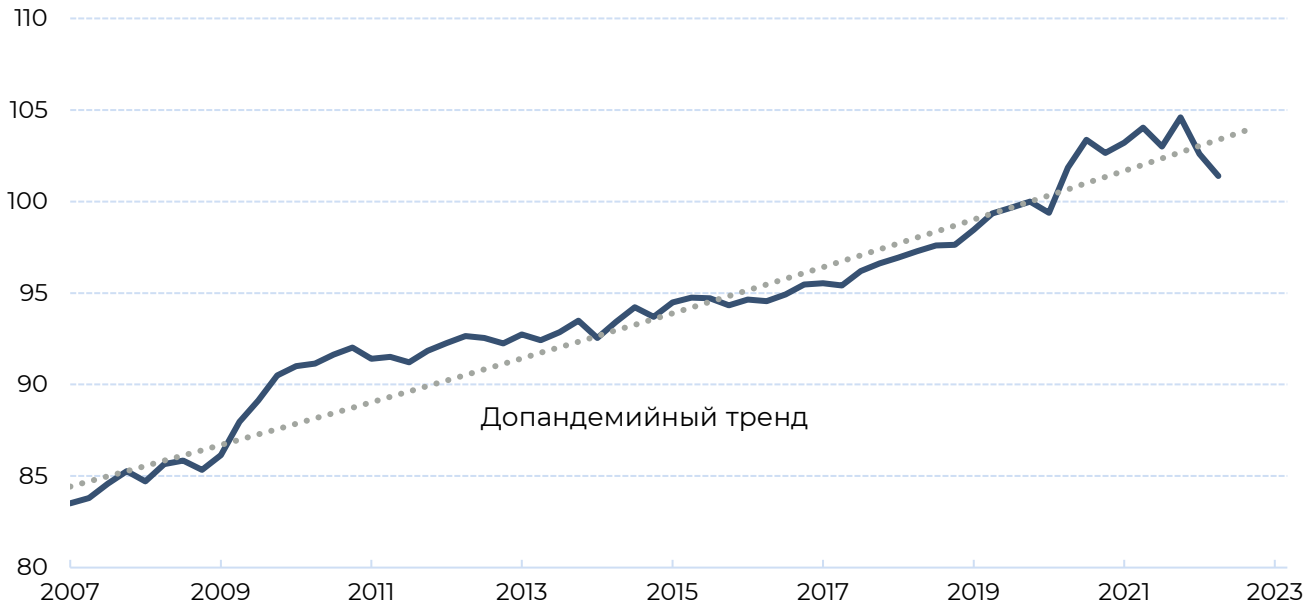
Производительность труда и инфляция

За последние два квартала занятость в несельскохозяйственном секторе США росла очень высокими темпами — 4,3% в годовом выражении, в то время как объем выпуска упал на 2,3% в годовом выражении. При уменьшении среднего количества часов на одного работника это означает, что производительностью труда снизилась примерно на 6,0%.

Несмотря на то что производительность труда волатильна и плохо измеряется на относительно небольших временных интервалах, ее текущий спад (за первую половину 2022 года) стал самым большим с момента начала сбора данных в 1947 году. Правда, точная глубина падения может содержать ошибку измерения. Тем не менее рост числа рабочих мест при снижении объема производства — текущая реальность американской экономики.

Эти данные свидетельствуют о том, что заработанная плата не сможет продолжить рост без дополнительного ускорения инфляции. Сейчас рост зарплат соответствует увеличению расходов на личное потребление (порядка 4,5%), из которых исключены затраты на продукты питания и энергию.

Производительность труда в несельскохозяйственном секторе США, индекс, Q4 2019 = 100



Источник: Bureau of Labor Statistics and Bureau of Economic Analysis.

В 2021 году производительность труда росла намного лучше тренда, поскольку объем производства восстанавливался быстрее, чем занятость, а в компаниях с нехваткой рабочих рук операционные процессы шли гораздо интенсивнее обычного. Однако, если анализировать весь период пандемии, похоже, что рост производительности оказался более медленным, чем в предыдущем бизнес-цикле.

На более длительных интервалах времени производительность труда является хорошим индикатором прогресса инноваций, использования капитала, внедрения новых методов управления и называется истинной производительностью. Например, рестораны смогут обслуживать больше клиентов за каждый час работы, если они в течение десяти лет будут внедрять больше систем онлайн-бронирования, создавать новые каналы продаж и оптимизировать операционные процессы.

Однако на более коротких временных горизонтах внешние факторы (общая динамика занятости и производства) могут иметь большое значение (остаточная производительность). Например, когда погода плохая, меньше людей пойдут в ресторан. И то же количество сотрудников будет обслуживать меньше посетителей в час. И наоборот, если ресторан получает хорошие отзывы и к нему стекаются посетители — и производительность труда работников будет расти. Эта остаточная производительность не отражает изменений в способности экономических агентов производить, и, как правило, носит временный характер.

Наконец, существуют также изменения в композиционной производительности — например, если закрывается низкоэффективный сектор экономики, общая производительность вырастет, даже если ни один отдельный бизнес не стал более продуктивным. Как подчеркивается в недавней статье Роберта Гордона и Хасана Сайеда, бóльшая часть изменений в производительности в период пандемии была вызвана остаточной и композиционной производительностью.

Производительность труда выросла на 10,3% в год во втором квартале 2020 года. Это было вызвано как раз сочетанием эффектов остаточной производительности (компании временно могли вести бизнес с гораздо меньшим числом работников) и композиционной (объем производства был непропорционально сокращен в секторах с более низкой производительностью, в секторе услуг, гостиничном бизнесе и др.).

Спрос быстро восстановился в 2021 году благодаря беспрецедентным фискальным и монетарным стимулам. Занятость также росла, но темпы роста рабочих мест сдерживались нежеланием или неспособностью многих работников вернуться на рынок труда, нехваткой иммигрантов и повышенной смертностью из-за COVID-19. В результате людям временно приходилось работать с большей интенсивностью, что временно же повышало производительность.

В 2022 году, похоже, происходит обратное. Спрос резко упал, а компании продолжили нанимать сотрудников. Причины такого оптимизма бизнеса не совсем ясны (возможно, компании верят в такое же быстрое восстановление спроса как в 2021-м, а может, сотрудники больше не готовы работать в режиме повышенной интенсивности). Результат тем не менее один и тот же — снижение производительности труда.

Краткосрочные колебания остаточной и композиционной производительности затрудняют оценку того, что же произошло с истинной производительностью труда. Видимо, она также демонстрирует динамику хуже уровня трендовых значений. Неудивительно, учитывая, что в 2020–2021 годах компании инвестировали гораздо меньше, чем обычно, и бóльшая часть их усилий была сосредоточена на борьбе с пандемией, а не на улучшении долгосрочной деятельности. Кроме того, работники с длительным течением COVID-19 и частые отсутствия на рабочем месте по болезни могут негативно повлиять на продуктивность других сотрудников, если они заняты совместными или взаимозависимыми проектами. Наконец, остается

открытым вопрос о том, повысила или снизила производительность удаленная или гибридная работа (на данный момент ряд исследований и отзывы компаний противоречат друг другу).

Рост заработной платы и дефлятор ВВП за предыдущие 8 кварталов, % в год

Источник: Bureau of Labor Statistics and Bureau of Economic Analysis.

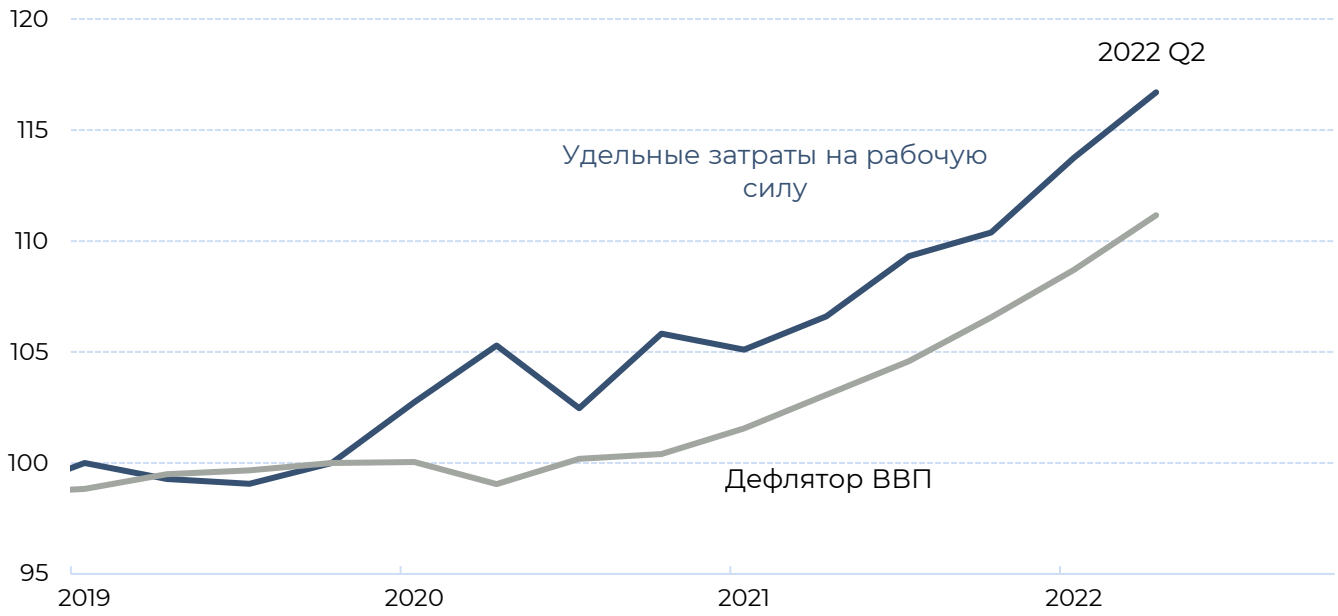
За последние шесть месяцев темпы роста номинальной заработной платы были примерно на 2–3 процентных пункта выше допандемийных. Компенсация сотрудникам является одной из основных статей расходов для бизнеса. И точно так же, как авиакомпании повышают цены, когда растут затраты на топливо, или рестораны повышают цены, когда увеличивается стоимость продуктов, компании из других отраслей экономики повышают цены, когда растут их расходы на заработную плату.

Правда, есть два фактора, которые могут разорвать связь между ростом номинальной заработной платы и ростом цен. Во-первых, это производительность труда. Если сотрудникам платят на 3,5% больше, но они могут производить только на 1,5% больше, тогда стоимость рабочей силы в расчете на единицу продукции вырастет только на 2,0%, и бизнесу нужно повышать цены на 2,0%, чтобы поддерживать постоянную прибыль. Вот почему рост цен, показанный выше на графике, в основном был ниже роста трудовых затрат.

Во-вторых, сама прибыль. В этом же примере: если компании поднимут цены только на 1,5%, они покроют часть затрат на заработную плату за счет более низкой прибыли. И наоборот, прибыль увеличится, если они повысят цены более чем на 2,0%. То есть, если бизнес решит снизить свою маржинальность, это может помочь снизить темпы роста цен. Индекс затрат на сотрудников (Employment Cost Index, ECI) предполагает, что текущий рост заработной платы соответствует годовой инфляции от 4,5 до 5,2%. Другие показатели в целом согласуются с данными ECI, варьируясь от 3,8 до 6,0% за последний год.

Удельные затраты на рабочую силу — увеличение оплаты труда сверх роста производительности — росли быстрее инфляции в период пандемии. Общие затраты на рабочую силу в расчете на единицу продукции росли со скоростью 6,4% годовых.

Удельные затраты на рабочую силу в несельскохозяйственном секторе, индекс, Q4 2019 = 100



Источник: Bureau of Labor Statistics and Bureau of Economic Analysis.

И здесь важно использовать для сравнения именно дефлятор цен, потому что этот параметр относится к объему произведенных товаров и услуг в экономике. И в случае, когда речь идет про производительность труда, именно дефлятор ВВП в сравнении со стоимостью рабочей силы наиболее точно показывает, насколько рынок труда повлиял на объем выпуска. Для несельскохозяйственного сектора он составил 4,3% в год с четвертого квартала 2019 года, что меньше роста индекса потребительских цен на 5,1%, и больше соответствует индексу PCE (расходы на личное потребление, Personal Consumption Expenditure index).

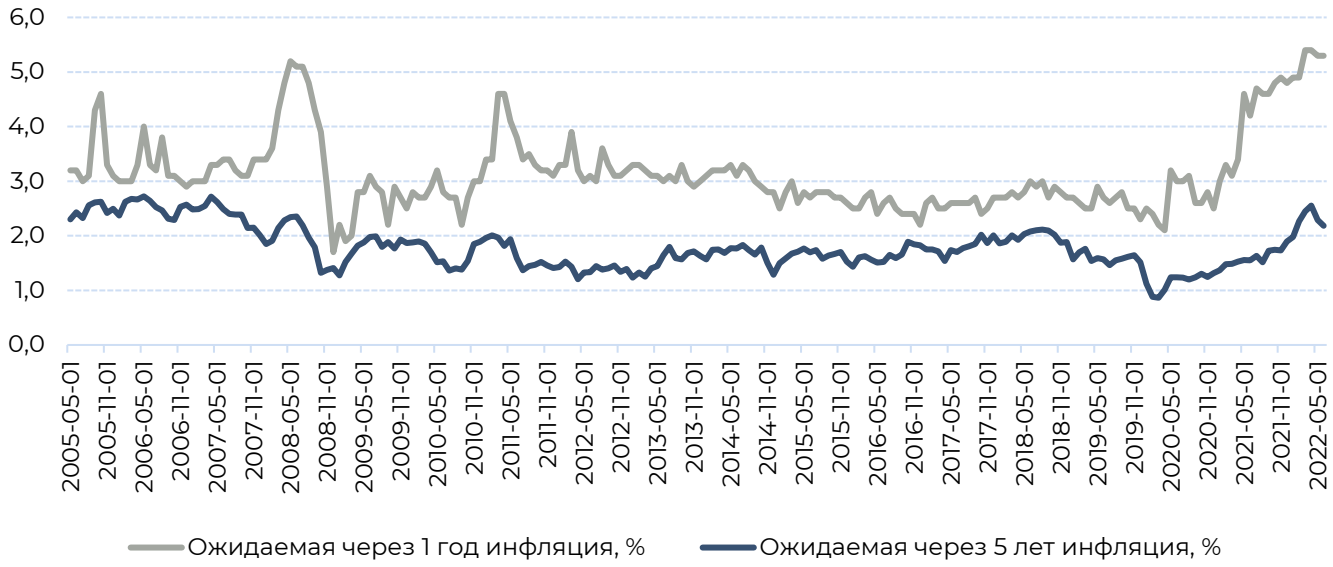
Если недавние показатели производительности являются предвестниками более медленных темпов роста производительности в будущем (чего мы пока, конечно, не знаем), это приведет к дальнейшему повышению темпов инфляции, если не произойдет существенного замедления роста оплаты труда.

Ожидания

Несмотря на то что темпы роста цен в США замедлились и инфляция за 12 месяцев составила 8,5% (по итогам прошлого месяца — 9,1%), рост стоимости товаров остается крайне высоким. Существенного прироста номинальной заработной платы (около 6% за 12 месяцев) оказалось недостаточно, чтобы компенсировать изменение цен за последний год (т.е. реальная заработная плата снизилась).

И если до недавнего времени рост цен не был основным фактором в переговорах об увеличении компенсаций, то теперь работники могут потребовать их повышения, аргументируя это ростом стоимости жизни. В то время как темпы инфляции, ожидаемые домохозяйствами в более долгосрочной перспективе, остаются довольно стабильными, инфляционные ожидания на следующий год значительно выросли с начала 2021 года. В апреле 2022-го ожидаемая через год инфляция составляла 5,4%, а затем немного снизилась до 5,2% в июле. Рост заработной платы (и последующий рост цен в экономике) зависит от его чувствительности к краткосрочным и долгосрочным инфляционным ожиданиям. Это один из механизмов, через которые инфляционные ожидания трансформируются в реальное повышение уровня цен.

Ожидаемая инфляция



Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Краткосрочные инфляционные ожидания оказывают большое влияние на рост заработной платы и инфляцию, в то время как долгосрочные — практически нет. Ожидаемая через один год инфляция начала резко расти вместе с фактической во второй половине 2021 года и до сих пор остается на уровне 5–5,5%. Сокращая спрос, продолжающееся ужесточение денежно-кредитной политики (ФРС в июле повысила ставку еще на 75 базисных пунктов) поможет снизить вероятность раскручивания зарплатно-ценовой спирали. И в свою очередь стабильность долгосрочных инфляционных ожиданий, видимо, является признаком уверенности домохозяйств в том, что Федеральная резервная система со временем добьется низкой инфляции.

Согласно результатам исследования экономистов Федерального резервного банка Сан-Франциско, текущие ожидания инфляции со стороны домохозяйств через один год могут добавить почти 2,3 процентных пункта к росту заработной платы. Авторы указывают на значительный риск повышения уровня цен: в той мере, в которой компании перекладывают более высокую стоимость рабочей силы на потребителей.

Чтобы смягчить эффект от роста затрат, компании могут решить перевести некоторые рабочие места в другие юрисдикции, хотя рост уровня жизни в развивающихся странах и проблемы с цепочками поставок делают офшоринг рабочей силы более дорогостоящим, чем раньше. С другой стороны, уменьшение влияния профсоюзного движения за последние 50 лет и исчезновение автоматических корректировок на стоимость жизни в долгосрочных трудовых контрактах снижают вероятность того, что краткосрочные инфляционные ожидания будут постоянно повышать компенсации сотрудникам. Многие фирмы полагаются на разовые бонусы для привлечения и удержания работников вместо постоянных повышений.

Европа

- Инфляция за 12 месяцев в еврозоне достигла 8,9%. Европейский центральный банк повысил ставку впервые за 11 лет — и сразу на 0,5%.
- После относительно спокойного периода в мае цены на природный газ и электроэнергию снова начали расти в конце июня и июле.
- Ожидается, что до конца второго квартала 2023 года Европа введет в эксплуатацию дополнительные 40 ГВт мощности возобновляемых источников энергии (почти 1,7% от общего объема генерации).

Экономика

Очередной месяц с высоким уровнем инфляции в Европе. Темпы роста цен на энергию лишь немного снизились — до 39,7% за 12 месяцев, потому что проблемы с поставками газа удерживают цены на высоком уровне. Продовольственная инфляция продолжает расти, поскольку более высокие транспортные расходы, нехватка и неопределенность в отношении поставок продуктов из Украины привели к росту цен для производителей.

Базовая инфляция также по-прежнему растет и составляет 4% (значительно выше целевого показателя Европейского центрального банка в 2%). В июле инфляция в сфере товаров увеличилась с 4,3 до 4,5%, а инфляция в сфере услуг — с 3,4 до 3,7%, а значит, фирмы по-прежнему перекладывают более высокие расходы на потребителей. Несмотря на то что рост ВВП во втором квартале все еще остался положительным, спрос уже значительно снизился. Как мы писали в предыдущих макроэкономических обзорах, инфляция в Европе главным образом зависит от предложения и спрос не будет определяющим фактором изменения цен. Таким образом, высокие производственные затраты, вероятно, будут основной движущей силой быстрого роста потребительских цен, за исключением, возможно, некоторых отраслей сектора услуг (например, туризма).

В конечном итоге это делает влияние повышения ставки ЕЦБ на текущую инфляцию очень ограниченным, хотя и способствует дальнейшему охлаждению спроса в еврозоне. Остается неясным, как Европейский центральный банк будет реагировать в условиях надвигающейся рецессии и достижения инфляцией новых максимумов. На данный момент потенциальное повышение ставки еще на 50 базисных пунктов в сентябре остается актуальным.

Энергетика

Несмотря на недавние шаги по сдерживанию спроса и увеличению предложения, Европа движется к кризису энергоснабжения быстрее ожиданий. Европейские правительства и энергетический сектор разработали пакеты поддержки, чтобы смягчить финансовый удар, но до наступления зимы им, скорее всего, потребуется рассмотреть и радикальные шаги. За последние два месяца поставки трубопроводного природного газа продолжили снижаться.

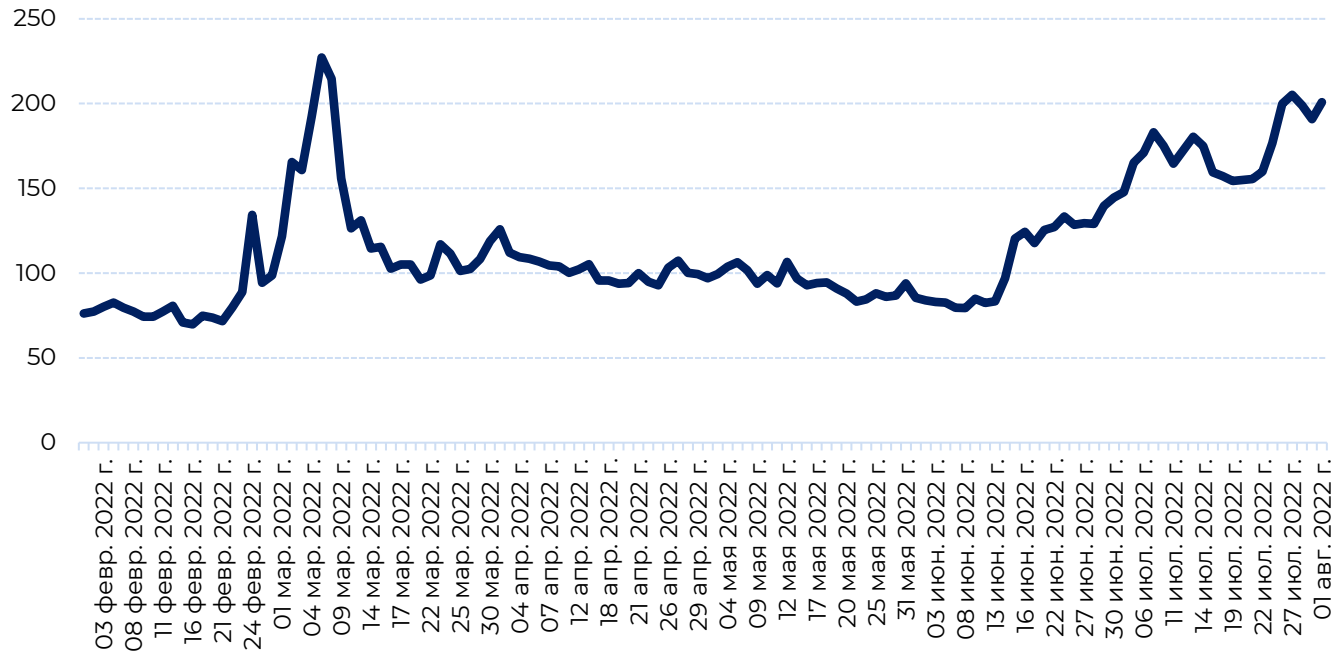
Неопределенность с поставками газа в Европу напрямую влияет на цены на электроэнергию. Она привела к тому, что с марта 2022 года их волатильность в Европе резко увеличилась. Сначала цены подскочили до исторического максимума в 530 евро за мегаватт-час (МВт-ч) и затем стабилизировались на уровне 180 евро. В июле стоимость электроэнергии вновь начала расти из-за фактического сокращения поставок российского газа до нынешних 278 евро за МВт-ч (более чем в три раза выше цены годичной давности). В то же время возможности ЕС для восполнения дефицита энергии с помощью угля, атомной энергии и возобновляемых источников энергии чрезвычайно ограничены и дорогостоящи.

Газ

В последние недели ситуация осложнилась еще по двум причинам. Во-первых, операционная деятельность завода по производству СПГ во Фрипорте (США) будет приостановлена на 90 дней. Freeport LNG за последние месяцы экспортировал большую часть своих объемов в Европу, и 2,5% объема поставок газа в ЕС исчезли в одночасье. Во-вторых, еще в июне оператор газопровода «Северный поток-1» заявил о сокращении экспорта с 167 млн м^3 в сутки до всего 67 млн, мгновенно уменьшив поставки еще на 7,5%. В результате цены на газ TTF[2] подскочили с 83 до 120 евро за МВт-ч всего за день.

[2] Title Transfer Facility, главная географическая точка формирования цен на газ в Европе.

Цены на природный газ в Европе (TTF), евро за МВт-ч



Источник: investing.com.

При этом жизнеспособных альтернатив российскому газу в краткосрочной перспективе остается немного. СПГ-терминалы работают на полную мощность, Норвегия экспортирует столько, сколько может, а потенциал роста объемов поставок из Азербайджана и Алжира ограничен. Единственный фактор, который мог бы заметно улучшить ситуацию с предложением — увеличение добычи на Гронингенском месторождении в Нидерландах. Когда-то оно было крупнейшим в Европе с объемом производства 55 млрд м^3 в год, что эквивалентно «Северному потоку-1». Однако за последние 30 лет на месторождении и в ближайших населенных пунктах происходило все больше землетрясений, поэтому добыча постепенно прекращалась. Перезапуск месторождения в Гронингене может позволить относительно быстро увеличить добычу до 20 млрд м^3 в год (сейчас согласовано 2,8 млрд), однако неизбежно вызовет политические разногласия в Нидерландах.

Уголь

Что касается генерации электроэнергии за счет сжигания угля, то в Германии находится самый большой парк угольных электростанций в Европе, и в настоящее время правительство стремится нарастить их использование, отдавая приоритет краткосрочной энергетической безопасности, а не долгосрочным экологическим целям. В 2020 году в Германии было в общей сложности 46,7 гигаватт (ГВт) установленных мощностей по выработке электроэнергии на угле, и все они должны были быть постепенно выведены из эксплуатации к 2038 году для достижения целей по уменьшению выбросов парниковых газов. Ожидалось, что мощность упадет до 36,1 ГВт уже в 2022 году с закрытием не менее 24 энергоблоков. Эти планы теперь отменены, и правительство пытается продлить срок службы 10 ГВт законсервированных угольных мощностей до марта 2024 года.

Из электростанций, закрытых в период с 2020 по 2022 год, около 20% сжигали бурый уголь, добываемый в Германии, а остальные 80% использовали импортируемый каменный уголь. Таким образом, продление срока службы этих электростанций приведет к тому, что Германии потребуется импортировать больше угля. При средней утилизации мощностей в 60% эти электростанции смогут выработать 26,3 тераватт-часа (ТВт-ч) электроэнергии до конца этого года, что эквивалентно 9% от общего объема генерации в стране. Кроме того, 4 ГВт немецких фотоэлектрических и ветровых мощностей, которые должны быть запущены до конца года,

могут добавить еще 2 ТВт-ч выработки. Дополнительная угольная, солнечная и ветровая генерация могут вместе заменить выработку электроэнергии за счет природного газа в объеме 5 млрд $м^3$ (примерно 25% газа, обычно потребляемого электроэнергетическим сектором Германии).

Однако остаются проблемы высокой цены угля (в Европе стоимость угля выросла примерно на 250$ за тонну с начала года) и зависимости от поставок из России. Немецкие энергетические компании привыкли сжигать угольную смесь, в которой преобладает российский уголь с высокой теплотворной способностью и низким содержанием серы. Европейские электростанции обычно смешивают высокосернистый американский уголь из бассейнов Иллинойса или Аппалачей с малосернистым российским углем из Кузнецкого бассейна. Это означает, что с российского угля можно перейти только на тот тип угля, который подходит под индивидуальные характеристики котлов электростанций.

Предпочтительными поставщиками высокоэнергетического угля с низким содержанием серы являются производители из Южной Африки, Колумбии и Австралии. Экспорт южноафриканского энергетического угля в Европу в этом году вырос, но существуют серьезные препятствия для дальнейшего увеличения поставок. Подавляющее большинство южноафриканского экспорта отгружается с угольного терминала Ричардс-Бей, который испытывает проблемы с доставкой железнодорожным транспортом. Плохое техническое обслуживание, нехватка запасных частей для поездов, кража медного кабеля и акты вандализма настолько сильно повлияли на логистику, что компании даже прибегают к автомобильным перевозкам на расстояние до 90 километров. А это в четыре раза превышает обычные расходы на транспортировку по железным дорогам. В итоге, цены на уголь из Ричардс-Бей в настоящее время более чем в два раза выше, чем год назад, но тоннаж экспорта энергетического угля увеличился лишь на 8%.

Экспорт колумбийского угля ограничен производственными условиями на шахтах, в то время как австралийский считается слишком дорогим. В результате остается мало угля, доступного для быстрой трансконтинентальной доставки. Одно можно сказать наверняка: немецким угольным электростанциям придется дорого заплатить за дополнительные закупки. Потенциальное смягчение ограничений на выбросы CO_2 может позволить производителям импортировать больше американского угля, но решение об этом остается за правительством Германии.

Атомная энергетика

Европейские атомные электростанции не работают на полную мощность, и многие из них сталкиваются с полной остановкой или частичным сокращением производства. Ожидается, что в 2022 году европейские ядерные объекты будут в среднем загружены на 69%, что ниже среднемирового показателя в 76%. До конца предстоящей зимы планируется закрыть семь европейских атомных электростанций, которые имеют общую установленную мощность 7,03 ГВт, что составляет около 1% генерирующих мощностей Европы и 10% оставшихся атомных электростанций. Речь идет о проектах Doel 3 и Tilhange 2 в Бельгии, станциях Isar 2, Emsland и Neckarwestheim 2 в Германии и Hinkley Point B в Великобритании.

Бельгийские заводы вряд ли продолжат работать после планируемых дат закрытия 1 октября и 1 февраля, поскольку в марте правительство заявило, что вместо этого будут сохранены две другие станции. Правительство Германии пока твердо придерживается своих планов по ликвидации атомной энергетики, которые будут выполнены, если три оставшиеся электростанции закроют, как и планировалось, к 31 декабря. И именно эти три оставшиеся немецкие атомные электростанции важнее всего сохранить, поскольку они производят значительное количество электроэнергии — более 1 ГВт каждая — и значительно снизили бы часть нагрузки на энергосистему в зимний период.

Возобновляемая энергия

Учитывая текущий портфель проектов в Европе, ожидается, что ко второму кварталу 2023 года 40 ГВт дополнительных мощностей возобновляемых источников энергии будут введены в эксплуатацию. При этом в первой половине 2022 года проекты мощностью 16 ГВт уже пополнили энергетический баланс Европы. Таким образом, общая мощность проектов возобновляемой энергетики в Европе может достичь 522 ГВт, что составит 22% от общего объема генерации электроэнергии. В частности, в течение следующих 12 месяцев к сети должны быть добавлены 13,6 ГВт солнечных фотоэлектрических мощностей и 15,5 ГВт — наземных ветровых. Франция, Германия, Испания, Швеция и Великобритания лидируют по темпам установки и на них приходится 67,5% всех потенциальных новых мощностей.

Эффективность компаний по проектированию, закупкам и строительству объектов морской ветровой электрогенерации будет иметь ключевое значение для поддержки замены российского газа, поскольку ожидается, что к началу 2023 года будет запущено несколько крупномасштабных проектов с общей мощностью 7,8 ГВт. К концу 2022-го будет введена в эксплуатацию ферма Hornsea Two (1,39 ГВт) в Северном море, в территориальных водах Великобритании, которая станет крупнейшей в мире офшорной ветровой электростанцией. В то же время решение вопроса хранения аккумуляторных батарей будет иметь важное значение для получения максимальной отдачи от станций.

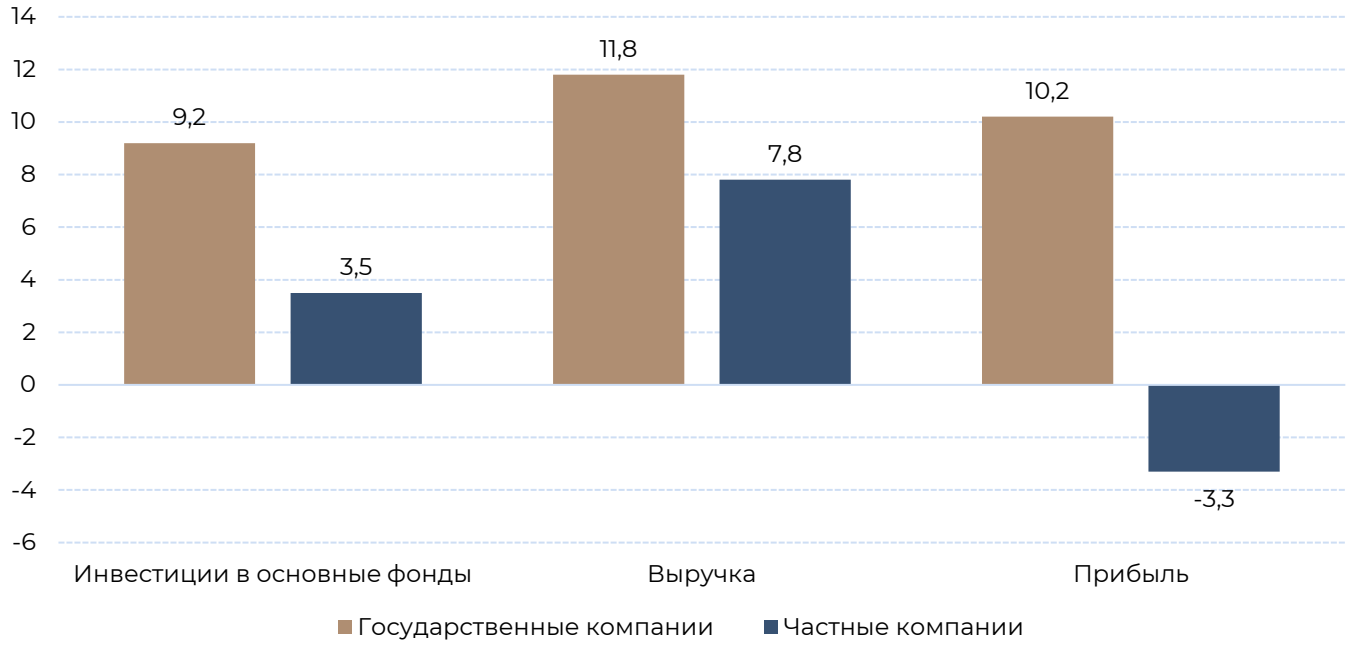
Еще одна важная проблема, которую ЕС необходимо решить — это сроки бюрократических процедур. В рамках плана действий RePowerEU Европейская комиссия признала необходимость устранения узких мест в процессе выдачи разрешений и уже выпустила законодательное предложение по его упрощению. Установление лимита времени в один год, необходимого для получения разрешения, позволит быстрее развиваться генерации энергии на основе возобновляемых источников и будет способствовать замещению российского газа.

Китай

Слабость частного сектора, на который обычно приходится более 2/3 производства и 4/5 занятости в городах, стала причиной неудовлетворительных экономических результатов Китая: за второй квартал 2022 года ВВП уменьшился на 2,6%, по сравнению с ростом на 1,4% в первом, а безработица находится на уровне 5,4%. Многие небольшие частные фирмы и отдельные компании столкнулись с жестким кризисом на фоне широкомасштабных ограничений из-за политики Китая по борьбе с COVID-19.

Те компании, которые смогли пережить локдауны, вероятно, воздержатся от новых крупных инвестиций. Поскольку Китай стремится стабилизировать занятость и достичь «наилучших возможных» результатов экономического роста в оставшуюся часть этого года, стимулы для частного сектора имеют важное значение. Рост выручки частных фирм отставал от роста государственных в промышленности: в первой половине 2022 года прибыль первых снизилась более чем на 3%, а у вторых она выросла более чем на 10%. Темпы инвестиций в основные средства также отставали от государственных компаний. Разрыв в росте инвестиций между двумя типами компаний существенно увеличился в первой половине 2022 года, достигнув аналогичного уровня 2020-го, когда первоначальная вспышка COVID-19 в Ухане особенно сильно ударила по частным фирмам.

Ключевые показатели государственных и частных компаний Китая, первая половина 2022 г., % год к году



Источник: National Bureau of Statistics of China.

Самый резкий спад был зафиксирован в сферах недвижимости, гостиничного хозяйства, общественного питания и прочих услуг, в которых преобладают частные фирмы. Возможно, свою роль сыграла и повышенная неопределенность в сфере регулирования, которая затруднила долгосрочное планирование и инвестиции. Достижение более высоких темпов роста и улучшения рынка труда во второй половине 2022 года в решающей степени зависят от контроля вспышек COVID-19 и пересмотра государственной политики, которую генеральный директор Всемирной организации здравоохранения назвал неустойчивой. Поскольку варианты вируса Omicron BA.4 и BA.5, которые, как сообщается, более трансмиссивны, чем предыдущие подварианты, и распространяются по всему миру, в том числе в Китае, затраты на поддержание низкого уровня заболеваемости, вероятно, возрастут. Если локдауны снова станут широко распространены, частная экономическая активность продолжит снижаться, Китаю вряд ли удастся достичь своих целей по экономическому росту, а безработица останется высокой.

Но, похоже, нет никаких признаков изменения политики нулевой терпимости к ковиду в ближайшее время. Недавно руководство заявило официальным лицам по всей стране, что им следует меньше обращать внимание на краткосрочную перспективу и идти на компромиссы между сдерживанием пандемии и вызванными ею социальными и экономическими потрясениями с «системной, долгосрочной и политической точек зрения». Вызывает беспокойство тот факт, что Пекин, видимо, считает свой подход к борьбе с пандемией устойчивым. Китаю в конечном итоге придется отказаться от своей политики в отношении пандемии, если правительство хочет избежать бессрочной изоляции и паралича экономики.

Данные

Товарно-сырьевые рынки:

Товары	29/07/2022	30/06/2022	MoM, %
Brent, $/баррель	110,01	114,81	-4,18

Natural Gas, $/MMBtu	8,23	5,42	+51,85
Coal, $/ton	388,0	370,0	+4,86
Nickel, $/ton	22 046,5	23 075,0	-4,46
Iron Ore, $ / dry metric ton	107,22	130,00	-17,52
Copper, $/ton	7 800,25	8 242,65	-5,37
Aluminium, $/ton	2 460,85	2 431,33	+1,21
Gold, $ / troy ounce	1 766,22	1 807,31	-2,27
Palladium, $ / troy ounce	2 131,0	1 938,5	+9,93
Silver, $ / troy ounce	20,35	20,27	+0,39
Platinum, $ / troy ounce	899,5	895,5	+0,45

Индексы:

Индексы акций	MoM[3], %	YTD, %	P/E на 29/07/2022
MSCI World	7,86	-15,02	18,53
MSCI Europe	4,87	-18,52	14,86
MSCI Pacific	5,01	-14,20	15,23
MSCI Emerging Markets	-0,69	-19,34	12,54
MSCI EM Latin America	4,22	-0,12	6,49
MSCI Arabian Markets	5,47	5,79	17,74
MSCI Frontier Markets	0,57	-21,83	10,91
MSCI UK	3,61	-7,53	13,10
MSCI Canada	4,67	-8,77	13,83
MSCI Japan	5,69	-16,70	14,74
MSCI India	9,17	-7,95	23,50
MSCI Indonesia	3,13	0,67	16,59
MSCI Philippines	2,15	-16,75	20,57
MSCI Poland	-1,40	-35,37	5,81

Индексы хедж-фондов:

Barclay Hedge Fund Indices	Доходность за июль, %	YTD, %
BARCLAY HEDGE FUND INDEX	2,69	-7,18
BALANCED (STOCKS & BONDS) INDEX	3,61	-10,84
EMERGING MARKETS INDEX	0,46	-12,64
EMERGING MARKETS ASIA INDEX	0,22	-12,23
EMERGING MARKETS ASIAN EQUITIES INDEX	0,08	-13,51
EMERGING MARKETS GLOBAL EQUITIES INDEX	-0,31	-15,30

[3] Все доходности указаны в долларах США.

EMERGING MARKETS GLOBAL INDEX	0,10	-14,56
EQUITY LONG BIAS INDEX	4,09	-11,74
EQUITY LONG/SHORT INDEX	0,76	-2,75
EQUITY MARKET NEUTRAL INDEX	-0,55	1,03
EUROPEAN EQUITIES INDEX	0,47	-0,53
EVENT DRIVEN INDEX	3,11	-6,47
FUND OF FUNDS INDEX	2,11	-5,01
GLOBAL MACRO INDEX	1,42	6,61
MERGER ARBITRAGE INDEX	1,11	-1,00
MULTI STRATEGY INDEX	1,45	-3,08
OPTION STRATEGIES INDEX	2,52	-6,96

Валюты:

Валюты	29/07/2022	30/06/2022	MoM, %
EUR/USD	1,0218	1,0482	-2,52
GBP/USD	1,2166	1,2175	-0,07
USD/JPY	133,19	135,73	-1,87
USD/RUB	61,62	51,45	+19,77

Макро:

США	Актуальные	Предыдущие	Консенсус
Personal Spending MoM, JUNE, %	1,1	0,3	0,9
Personal Income MoM, JUNE, %	0,6	0,6	0,5
Manufacturing PMI, JULY	52,2	52,7	52,3
Services PMI, JULY	47,3	52,7	47
Balance of Trade, JUNE, $	-79,6B	-84,9B	-80,1B
Industrial Production YoY, JUNE, %	4,2	4,8	
Industrial Production MoM, JUNE, %	-0,2	0,0	0,1

Еврозона	Актуальные	Предыдущие	Консенсус
Manufacturing PMI, JULY	49,8	52,1	49,6
Services PMI, JULY	51,2	53,0	50,6
Balance of Trade, MAY, €	-26,3B	-32,4B	-31,7B
M3 Money Supply YoY, JUNE, %	5,7	5,6	5,4
Industrial Production MoM, JUNE, %		0,8	0,2

Китай	Актуальные	Предыдущие	Консенсус
Manufacturing PMI, JULY	50,4	51,7	51,5

Services PMI, JULY	55,5	54,5	
Balance of Trade, JULY, $	101,26B	97,94B	99B
Exports YoY, JULY, %	18,0	17,9	18,0
Imports YoY, JULY, %	2,3	1,0	3,0
M2 Money Supply YoY, JULY, %		11,4	
Outstanding Loan Growth YoY, JULY, %		11,2	