

Макроэкономический обзор

Июль 2023

www.movchans.com



Подписаться на рассылку

contact@movchans.com

 [Movchans](https://www.youtube.com/Movchans)



[/themovchans](https://t.me/themovchans)



[LinkedIn](https://www.linkedin.com/company/movchans)

Высокая инфляция в США и Европе, а также в значительной части остального мира была основной макротемой первой половины 2023 года. ФРС США и ЕЦБ удалось достигнуть некоторого прогресса в борьбе с ростом цен, но пока об окончательной победе над инфляцией говорить рано, тем более что рынок труда в США до сих пор остается в перегретом состоянии. Однако, несмотря на все еще значительную обеспокоенность по поводу инфляционного давления в Америке и Европе, все бóльшую тревогу начинает вызывать Китай. Экономика КНР сталкивается с неспособностью противостоять хроническим структурным проблемам — ориентации на инфраструктурное и экспортно ориентированное развитие в ущерб внутреннему потреблению.

- Инфляция в США стабилизировалась, но рынок труда остается перегретым
- Экономическое восстановление в Европе слабеет, а инфляция остается высокой
- Китайские девелоперы сталкиваются с финансовыми проблемами, кризис может перекинуться на банковский сектор

Основные макроэкономические показатели

Показатель	Актуальное значение на конец июля ¹	Предыдущее значение	Изменение
Инфляция в США, %	3,2	3	0,2 п.п.
Безработица в США, %	3,5	3,6	-0,1 п.п.
Число новых рабочих мест в несельскохозяйственном секторе США, тыс.	187	185	2
Казначейские облигации США 3М/10У, доходность к погашению, %	5,48/4,23	5,42/3,97	6bp/26bp
США, PMI Composite, пункты	52	53,2	-1,2
Ставка ФРС, %	5,25–5,5	5–5,25	25 б.п.
Ставка ЕЦБ, %	4,25	4	25 б.п.
ЕС, PMI Composite, пункты	48,6	49,9	-1,3
Инфляция в ЕС, %	5,3	5,5	-0,2 п.п.
Безработица в ЕС, %	6,4	6,4	
Китай, PMI Composite, пункты	51,9	52,5	-0,6
Инфляция в Китае, %	-0,3	0,0	-0,3 п.п.
Безработица в Китае, %	5,2	5,2	
Китай, 1У/5У ставка, %	3,45/4,1	3,55/4,2	-0,1/-0,1 п.п.
S&P 500, пункты	4235	4471	-5,28%
Euro STOXX 50, пункты	4271	4218	1,27%
Shanghai Composite, пункты	3067	3291	-6,9%
Brent, \$/баррель	85,56	74,9	14,2%
Золото, \$ / тройская унция	1970,5	1929,4	2,1%
EUR/USD	1,0997	1,0909	0,8%
USD/CNY	7,289	7,142	2,1%

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

Key People Speak

Глава ФРС США Джером Пауэлл:

Мы внимательно относимся к признакам того, что экономика может охлаждаться не так быстро, как хотелось. В этом году рост ВВП превзошел ожидания и был выше исторического тренда, а недавние данные по потребительским расходам оказались особенно впечатляющими. Кроме того, после резкого замедления темпов роста в течение последних 18 месяцев рынок недвижимости демонстрирует признаки восстановления. Дополнительные свидетельства устойчивого роста выше тренда могут поставить под угрозу дальнейший прогресс в инфляционной динамике и стать основанием для последующего ужесточения денежно-кредитной политики.

MovchansMedia: Выступление главы ФРС Джерома Пауэлла на ежегодной конференции в Джексон-Хоул в конце августа оказалось более ястребиным, чем ожидал рынок. Глава ФРС в очередной раз подчеркнул готовность регулятора поднять ставку в случае необходимости. Кроме того, Пауэлл подтвердил приверженность ФРС поддержанию целевого уровня инфляции в 2%, в то время как до конференции многие экономисты размышляли о переходе к менее жесткой цели в 3%.

Японский экономист, глава Nomura Research Institute, автор книги «The Holy Grail of Macroeconomics» Ричард Ку:

Китайских экономистов беспокоит, что страна, возможно, вступает в фазу, которую я называю балансовой рецессией. Этот тип рецессии вызван обеспокоенностью людей состоянием их финансовых балансов, осознанием того, что их долг слишком велик по отношению к активам. И это обычно происходит после того, как лопаются пузыри. Если пузырь финансируется за счет долга и цены на активы падают, но обязательства остаются, люди понимают, что их балансы «под водой» и это нужно как-то исправлять.

И как это исправить? Выплачивать долг. Что ж, это правильное решение на индивидуальном уровне. Но когда все одновременно делают это, мы впадаем в структурную проблему, поскольку, если кто-то экономит или выплачивает долги, вам нужен кто-то другой, кто занимает и тратит деньги, чтобы поддерживать экономику на плаву.

Когда в обычной экономике у вас слишком мало заемщиков, вы снижаете процентные ставки. Когда слишком много заемщиков, вы повышаете ставки, и именно так вы поддерживаете экономику на должном уровне. Но когда лопаются большой пузырь и цены на активы обрушиваются, все будут только выплачивать долги. Никто не будет занимать деньги даже по нулевым ставкам, потому что, если ваш финансовый баланс отрицательный, вы не станете брать в долг. И это та перспектива, которая беспокоит китайцев.

И в Китае образовался этот огромный пузырь, особенно на рынке жилой недвижимости. И уровень роста цен на жилую недвижимость в стране почти такой же, какой был 30 лет назад в Токио и Осаке, в Японии.

MovchansMedia: Китайская экономика сегодня во многом повторяет траекторию Японии 1990-х. При этом есть существенные отличия. Например, китайские власти вполне осознают ожидающие их перспективы и адекватно оценивают возможные инструменты ответа. Тот же Ричард Ку показал, что фискальный ответ куда более эффективен, чем монетарный. С другой стороны, демографическая ситуация в Китае более тяжелая, чем в Японии начала 1990-х:

население уже достигло своего пика, и его сокращение будет быстрее, что усугубит экономические проблемы.

США

- Рынок труда остается сильным
- Инфляция в июле незначительно повысилась
- Агентство Fitch снизило кредитный рейтинг США

Ситуация на рынке труда остается напряженной, но давление постепенно ослабевает. В июле 2023-го было создано 187 тыс. новых рабочих мест. Перегрев, характерный для первой половины текущего года, немного смягчается. Однако, все же до равновесного состояния пока далеко: по оценке главы ФРС США Джерома Пауэлла, естественным, абсорбирующим демографические тренды уровнем прироста рабочих мест является приблизительно 100 тыс. в месяц — все, что выше этого уровня можно расценивать как аномалию.

Темп роста зарплат в июле остался таким же высоким, как и ранее в июне — 0,4% месяц к месяцу и 4,4% год к году. Все это говорит в пользу проинфляционной динамики. Падение безработицы до 3,5 против 3,6% в июне и 3,7% в мае — еще одно свидетельство того, что американская экономика находится в состоянии полной занятости.

Инфляция в июле выросла и составила 3,2% г./г. против 3% г./г. в июне и 4% г./г. в мае. Месячные темпы роста не изменились относительно июня — 0,2% м./м. Базовая инфляция без учета топлива и продовольствия (core CPI) в годовом выражении практически не изменилась: 4,7% г./г. против 4,8% г./г. в июне и 5,3% г./г. в мае. Вместе с тем продолжают существенно дорожать услуги, связанные с проживанием (7,7% г./г. и 0,4% м./м.). Так как цены на нефть в июле и августе росли (в середине августа в США произошел довольно заметный всплеск цен на дизельное топливо²), рассчитывать на скорое снижение инфляции к целевому уровню ФРС в 2% пока не приходится.

26 июля Комитет по открытым рынкам ФРС после июньской паузы предсказуемо повысил ставку на 25 б.п. — до 5,25–5,5%³. Тем самым последняя достигла наибольшего значения с 2001 года, превысив максимумы предыдущего цикла повышения перед кризисом 2007–2008 годов. При этом рынок ожидает (по данным FedWatch tool⁴), что повышение ставки ФРС в конце июля будет последним. Однако говорить о победе над инфляцией рано, поэтому, даже если предположить, что процесс ужесточения ДКП уже завершен, ожидать скорого снижения ставки не приходится — вероятна пауза в действиях ФРС как минимум до конца текущего года.

В начале и в середине августа произошла довольно ощутимая распродажа американских гособлигаций (что совпало с понижением кредитного рейтинга США агентством Fitch Ratings — см. ниже). Доходность десяти- и тридцатилетних казначейских обязательств в середине августа колебалась возле уровня в 4,3% (превысив локальный максимум октября 2022-го и достигнув максимума с докризисного 2007 года). Вряд ли непосредственной причиной распродажи стало понижение рейтинга, скорее, на ситуацию повлиял комплекс внешних (возможная распродажа резервов со стороны КНР) и внутренних факторов, среди которых можно выделить значительный дефицит бюджета (выше 6% ВВП) и связанную с ним дополнительную эмиссию гособлигаций. Вместе с тем пока распродажа не распространяется

² <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-20/diesel-is-pricing-a-scarcity-with-winter-market-looming-large>

³ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230726a.htm>

⁴ <https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>

на корпоративный сектор — спред высокодоходных корпоративных облигаций к гособлигациям находится на сравнительно низком уровне⁵.

Европа

- Импульс роста в Европе выдыхается, при этом инфляция остается высокой

Проявившаяся в июне тенденция замедления европейской экономики получила свое развитие в июле. Индекс менеджеров по закупкам Eurozone PMI Composite Index снизился в июле до 48,6⁶ (против 49,9 в июне и 52,8 в мае). Два месяца подряд индекс находится в зоне сокращения (значение индекса выше 50 указывает на рост, ниже 50 — на падение; при этом имеется значительная положительная корреляция индекса с динамикой ВВП). Охлаждение деловой активности продолжается в Испании, но она тем не менее все еще демонстрирует рост (51,7 — шестимесячный минимум). Хуже дела в Германии (48,5 — восьмимесячный минимум) и Франции (46,6 — минимум за 32 месяца). По Франции данные в некоторой степени отражают негативный эффект от волны протестов, прокатившихся по стране в конце июня — начале июля, по Германии — спад в промышленном секторе.

Слабость в сфере промсектора Германии заставила британский журнал The Economist вспомнить старое определение страны как «больного человека Европы»⁷. Впервые издание «наградил» этим званием ведущую экономику континента еще в далеком 1999-м. В 2000-е годы реформы канцлера Герхарда Шрёдера, либерализовавшие рынок труда (так называемый Hartz plan), позволили Германии «выздороветь» и стать одним из лидеров по экономическому росту в Европе. Однако сейчас сочетание таких негативных факторов, как зависимость промышленного сектора от дешевой энергии, старение населения, слабый прогресс в сфере цифровизации, отсутствие динамичных стартапов, бюрократизация, ветшающая инфраструктура, конкуренция со стороны Китая и Южной Кореи в чувствительных для Германии секторах (например, в автомобилестроении), мешают экономике вернуться на траекторию устойчивого роста.

Инфляция в еврозоне снижается, но темп дезинфляции по-прежнему низкий. Рост цен составил 5,3% г./г. в июле против 5,5% г./г. в июне и 6,1% г./г. в мае. Базовая инфляция (без энергии, продовольствия, алкоголя и табака) остается без изменений — 5,5% г./г. в июле против 5,5% г./г. в июне и 5,3% г./г. в мае. Месячный темп роста все еще очень высок — 0,4%. Снижение инфляции пока в основном объясняется падением цен на энергию (-6,1% г./г. против -5,6% г./г. в июне). Как видно, пока выросшие цены на нефть не оказывают негативного влияния на потребительскую инфляцию, но, возможно, влияние будет заметно в данных за август.

Китай

- Выраженная дефляция
- Кризис на рынке недвижимости приводит к финансовым проблемам у девелоперов и теневого банковского сектора

⁵ <https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLH0A0HYM2>

⁶ <https://www.pmi.spglobal.com/Public/Home/PressRelease/5729cc874c664210aeca4d1c6320fa56>

⁷ <https://www.economist.com/leaders/2023/08/17/is-germany-once-again-the-sick-man-of-europe>

Экономика продолжает охлаждаться. Рост промпроизводства в июле в годовом выражении снизился до 3,7 против 4,4% в прошлом месяце. Розничные продажи в июле выросли на 2,5% г./г. против 3,1% г./г. в июне (локальный пик в 18,4% г./г. был в апреле текущего года).

Внешний сектор также показывает слабую динамику — экспорт в июле упал на 14,5% г./г. против спада на 12,4% г./г. в июне, а импорт сократился на 12,4% г./г., после снижения на 6,8% г./г. в июне. Так как Китай в значительной степени импортирует промежуточные товары для последующей промышленной обработки и дальнейшего экспорта, слабые данные по импорту говорят также и о будущем снижении экспорта.

Дефляционные тенденции, наметившиеся еще в прошлом месяце, получили дальнейшее развитие. В июле ИПЦ упал на 0,3% г./г. против нулевой динамики в июне.

При этом ситуация на рынке недвижимости продолжает ухудшаться. 6 августа крупнейший частный китайский девелопер Country Garden не смог выплатить купоны по двум выпускам своих облигаций, то есть фактически оказался в ситуации технического дефолта (по облигациям есть грейс-период в один месяц). Начинаются проблемы и у банковского сектора, пока у его теневой части (сложности испытывает Zhongrong Trust, с активами в более чем 100 млрд долларов⁸). При этом агентство Bloomberg опубликовало статью⁹, в которой утверждается, что официальная статистика (падение первичного жилья на 2,4% и вторичного на 6% с пиков августа 2021-го) не отражает реального масштаба коррекции на рынке. Все это говорит о том, что Китай в той или иной мере повторяет путь Японии 1990-х — сдутие пузыря на рынке жилья со скатыванием экономики в дефляцию и околорецессионную динамику. Одновременно это давит и на мировые цены металлов, прежде всего алюминия, железной руды и стали.

На этом фоне Народный банк Китая снизил две ставки: по программе среднесрочного кредитования с 2,65 до 2,5% и основную ставку с 3,55 до 3,45%, пытаясь хоть как-то стимулировать спрос в экономике. Относительно небольшое снижение ставок в основном объясняется усилившимся девальвационным давлением на юань, а также слабой эффективностью подобных мер, учитывая структурный характер проблемы. Более эффективным мог бы быть фискальный стимул, однако расширенный дефицит бюджета КНР (учитывающий внебюджетные фонды и бюджеты регионов), по оценке МВФ, достигнет в 2023 году 16,7% ВВП¹⁰, что несколько снижает возможное пространство для фискального маневра.

Понижение кредитного рейтинга США

В начале августа рейтинговое агентство Fitch Ratings снизило кредитный рейтинг США с «AAA» до «AA+»¹¹. До этого кредитный рейтинг США был понижен с «AAA» до «AA+» агентством Standard & Poor's в августе 2011-го, в итоге сейчас из Большой тройки наивысший рейтинг США сохраняет лишь агентство Moody's.

Обосновывая свое решение, Fitch отмечает ухудшение бюджетной дисциплины (ожидает дефицит в 6,3% ВВП в 2023 году, 6,6 и 6,9% в 2024-м и 2025-м соответственно). Кроме того, отношение расходов по обслуживанию госдолга к бюджетным доходам, по прогнозу агентства, достигнет 10% к 2025 году (по сравнению с медианным показателем в 2,8% у стран с рейтингом «AA» и 1% у стран с рейтингом «AAA»). Госдолг США снизился с ковидного пика в 122,3% ВВП в 2020 году до 112,9%. Однако долг в 2019-м, до пандемии, составлял всего 100,1% ВВП. Прогноз

⁸ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-16/chinese-shadow-bank-misses-dozens-of-payments-as-fallout-spreads>

⁹ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-16/china-s-housing-slump-is-much-worse-than-official-data-shows>
¹⁰ <https://www.imf.org/en/News/Articles/2023/02/02/pr2328-imf-executive-board-concludes-2022-article-iv-consultation-with-peoples-republic-of-china>

¹¹ <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-united-states-long-term-ratings-to-aa-from-aaa-outlook-stable-01-08-2023>

госдолга на 2025-й — 118,4% ВВП (по сравнению с медианным показателем в 44,7% у стран с рейтингом «АА» и 39,3% у стран с рейтингом «ААА»).

Кроме ухудшения фискальных и долговых метрик Fitch ожидает краткосрочную рецессию в конце 2023 — начале 2024 года. Прогноз роста на 2024-й в целом весьма слабый — 0,5% ВВП (против 1,2% в 2023-м); по сути, Fitch в среднесрочной перспективе рисует стагфляционную картину для экономики США.

Стоит отметить, что прежнее снижение кредитного рейтинга США со стороны агентства Standard & Poor's в августе 2011-го не привело к существенной распродаже американских гособлигаций. Вполне вероятно, что и сейчас реакция будет сдержанной, во всяком случае в краткосрочной перспективе. Вместе с тем структурные проблемы, на которые указывает Fitch, в средне- и долгосрочной перспективе, вероятно, приведут к переоценке инвесторами своих вложений в госдолг США.

Данные

Товарно-сырьевые рынки:

Товары	31/07/2023	30/06/2023	МоМ, %
Brent, \$/баррель	85,56	74,9	14,2
Natural Gas, \$/MMBtu	2,634	2,774	-5,0
Coal, \$/ton	137,3	128,05	7,2
Nickel, \$/ton	22127	20394	8,5
Copper, \$/lb	400,8	374,1	7,1
Iron Ore, CNY/dry metric ton	897,5	885,5	1,4
Aluminium, \$/ton	2256,51	2121	6,4
Gold, \$/troy ounce	1970,5	1929,4	2,1
Palladium, \$/troy ounce	1275,6	1222	4,4
Silver, \$/troy ounce	24,972	22,81	9,5
Platinum, \$/troy ounce	958,6	904,5	6,0

Индексы:

Индексы акций	МоМ ¹² , %	YTD, %	P/E на 31/07/2023
MSCIWorld	3,29	17,74	19,45
MSCIEurope	2,73	14,08	13,81
MSCIPacific	4,60	9,64	15,99
MSCIEmergingMarkets	5,80	9,47	13,78
MSCIEMLatinAmerica	5,01	20,39	8,22
MSCIArabianMarkets	3,25	3,74	15,95
MSCI Frontier Markets	6,20	9,21	9,70
MSCIUK	3,22	8,92	10,54

¹² Все доходности указаны в долларах США.

MSCICanada	2,99	9,88	12,86
MSCIJapan	2,83	14,21	18,44
MSCIIndia	2,89	7,46	26,98
MSCIIndonesia	1,38	6,10	13,15
MSCIPhillipines	3,71	4,25	15,90
MSCIPoland	7,88	32,41	5,85

Индексы хедж-фондов:

Barclay Hedge Fund Indices	Доходность за июль, %	YTD, %
BARCLAY HEDGE FUND INDEX	1,72	6,08
BALANCED (STOCKS & BONDS) INDEX	1,81	6,67
EMERGING MARKETS INDEX	3,28	6,75
EMERGING MARKETS ASIA INDEX	3,46	5,28
EMERGING MARKETS ASIAN EQUITIES INDEX	4,27	6,26
EMERGING MARKETS GLOBAL EQUITIES INDEX	5,25	11,18
EMERGING MARKETS GLOBAL INDEX	3,40	8,26
EQUITY LONG BIAS INDEX	2,67	10,07
EQUITY LONG/SHORT INDEX	0,79	3,29
EQUITY MARKET NEUTRAL INDEX	-0,22	2,22
EUROPEAN EQUITIES INDEX	0,08	0,57
EVENT DRIVEN INDEX	1,98	4,65
FUND OF FUNDS INDEX	1,19	3,37
GLOBAL MACRO INDEX	0,47	1,98
MERGER ARBITRAGE INDEX	0,83	1,10
MULTI STRATEGY INDEX	0,54	1,44
OPTION STRATEGIES INDEX	0,86	7,13

Валюты:

Валюты	31/07/2023	30/06/2023	MoM, %
EUR/USD	1,0997	1,0909	0,8
GBP/USD	1,2835	1,2703	1,0
USD/JPY	142,29	144,31	-1,4
USD/RUB	95,42	91,60	4,16

Макро:

США	Актуальные	Предыдущие	Консенсус
Personal Spending MoM, JUL, %	0,5	0,2	0,4

Personal Income MoM, JUL, %	0,3	0,5	0,5
Manufacturing PMI, JUL	49	46,3	
Services PMI, JUL	52,7	53,9	
Balance of Trade, JUL, \$	-65,5B	-68,3B	-65B
Industrial Production YoY, JUL, %	-0,2	-0,4	
Industrial Production MoM, JUL, %	1	-0,8	0,3

Еврозона	Актуальные	Предыдущие	Консенсус
Manufacturing PMI, JUL	42,7	43,4	42,5
Services PMI, JUL	50,9	53,9	51,1
Balance of Trade, JUL, €	23B	-0,3B	
M3 Money Supply YoY, JUL, %	0,6	0	0,1
Industrial Production MoM, JUL, %	0,5	0	-0,1

Китай	Актуальные	Предыдущие	Консенсус
Manufacturing PMI, JUL	49,3	49	49,4
Services PMI, JUL	49,2	50,5	
Balance of Trade, JUL, \$	80,6B	70,6B	70,6B
Exports YoY, JUL, %	-14,5	-12,4	-12,5
Imports YoY, JUL, %	-12,4	-6,8	-5
M2 Money Supply YoY, JUL, %	10,7	11,3	11