

Макроэкономический обзор

Октябрь 2023

www.movchans.com



[Подписаться на рассылку](#)

contact@movchans.com

 [Movchans](#)



[/themovchans](#)



[LinkedIn](#)

Мировая экономика находится в состоянии неустойчивого равновесия. С одной стороны, инфляция в США по-прежнему остается умеренно высокой, но тренд на снижение вполне прозрачен. Еще более он очевиден в Европе. Другие макропоказатели стабилизировались, пусть и на достаточно скромном уровне — рост в США, околорецессионная динамика в Европе и рост ниже тренда в КНР. При этом практически впервые с момента пандемии Covid-19 пошли разговоры о возможности снижения ставки в одной из крупнейших развитых экономик мира, а именно в еврозоне. Обострение регионального конфликта на Ближнем Востоке поначалу испугало инвесторов, но по мере развития ситуации не особенно повлияло на рынки (по крайней мере, пока).

- Инфляция перестает быть важной макротемой для США, рынок уже не верит в перспективу дальнейшего повышения ставок
- Спад ВВП в третьем квартале и спад инфляции в еврозоне вызвали дискуссию о возможном снижении ставки ЕЦБ
- Геополитическая напряженность на Ближнем Востоке пока является ограниченной и не оказывает существенного воздействия на ключевые показатели мировой экономики

Основные макроэкономические показатели

Показатель	Актуальное значение на конец октября ¹	Предыдущее значение	Изменение
Инфляция в США, %	3,2	3,7	-0,5 п.п.
Безработица в США, %	3,9	3,8	0,1 п.п.
Число новых рабочих мест в несельскохозяйственном секторе США, тыс.	150	297	166
Казначейские облигации США 3М/10У, доходность к погашению, %	5,48/4,58	5,47/4,12	1bp/46bp
США, PMI Composite, пункты	51	50,2	+0,8
Ставка ФРС, %	5,25–5,5	5,25–5,5	
Ставка ЕЦБ, %	4,5	4,5	
ЕС, PMI Composite, пункты	46,5	47,2	-0,7
Инфляция в ЕС, %	2,9	4,3	-1,4 п.п.
Безработица в ЕС, %	6,5	6,4	0,1 п.п.
Китай, PMI Composite, пункты	50,9	50	0,9
Инфляция в Китае, %	-0,2	0	-0,2 п.п.
Безработица в Китае, %	5,0	5,0	-0,2 п.п.
Китай, 1У/5У ставка, %	3,45/4,2	3,45/4,2	
S&P 500, пункты	4203	4193	0,2%
Euro STOXX 50, пункты	4078	4061	0,3%
Shanghai Composite, пункты	3038	3018	0,6%
Brent, \$/баррель	87,41	95,31	-8,3%
Золото, \$ / тройская унция	1994,3	1848,1	7,9%
EUR/USD	1,0575	1,0573	0,0%
USD/CNY	7,29	7,31	-0,1%

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

Key People Speak

Глава ФРС США, Джером Пауэлл:

Инфляция в США снизилась за последний год, но остается значительно выше нашего целевого показателя в 2%. Я и мои коллеги удовлетворены этим прогрессом, но ожидаем, что для устойчивого снижения инфляции до 2% предстоит пройти долгий путь. Рынок труда остается перегретым, хотя увеличение предложения рабочей силы и постепенное ослабление спроса продолжают приводить его к более оптимальному балансу. Рост ВВП в третьем квартале был довольно сильным, но, как и большинство экономистов, мы ожидаем более умеренного роста в ближайшие кварталы. Однако мы внимательно относимся к риску того, что более сильный экономический рост может подорвать прогресс в восстановлении баланса на рынке труда и в снижении инфляции, и это может потребовать ответных мер со стороны денежно-кредитной политики. Комитет по открытым рынкам ФРС стремится к достижению такой денежно-кредитной политики, которая была бы достаточно ограничительной, чтобы со временем снизить инфляцию до 2%. Пока мы не уверены, что достигли такой ДКП. Мы знаем, что прогресс в достижении нашей цели в 2% не гарантирован: инфляция уже несколько раз снижалась, но потом возобновлялась. Если дальнейшее ужесточение политики станет целесообразным, мы без колебаний осуществим его. Однако мы продолжим действовать осторожно, что позволит нам устранить как риск быть введенными в заблуждение данными за несколько хороших месяцев, так и риск чрезмерной задержки. Мы принимаем решения последовательно, основываясь на совокупности поступающих данных и их влиянии на перспективы экономической активности и инфляции, а также учитывая баланс рисков, что определяет степень дополнительного ужесточения политики, которое может оказаться целесообразным для возвращения инфляции к 2% с течением времени. Мы будем продолжать в том же духе до тех пор, пока наша работа не будет выполнена.

MovchansMedia: Речь главы ФРС США Джерома Пауэлла можно назвать ястребиной. Однако большинство рыночных игроков уверено в том, что дальнейшее повышение ставки ФРС маловероятно, а цикл ужесточения ДКП завершен. Текущий уровень ставки ФРС и так достаточно высок, поэтому его дальнейшее повышение возможно разве что в условиях каких-то новых инфляционных шоков (прежде всего в случае резкого роста цен на нефть).

Член совета директоров ЕЦБ, Изабель Шнабель:

Влияние наших прошлых решений в сфере денежно-кредитной политики на условия банковского кредитования было серьезным, стоимость заимствований возросла очень существенно. В результате практически прекратился рост кредитования как домохозяйства, так и корпоративного сектора. С ростом процентных ставок по срочным депозитам сбережения также стали более привлекательными, что способствовало росту нормы сбережения домашних хозяйств.

MovchansMedia: Резкое замедление инфляции в еврозоне вместе с околорецессионным состоянием экономики и падением кредитной активности заставляет ЕЦБ задуматься о возможном смягчении монетарной политики. Пока откровенно «голубиных» заявлений со стороны директоров мы не слышим, но, если существующая дезинфляционная динамика продолжится, снижение ставки ЕЦБ может быть не за горами.

- Рынок труда показывает первые признаки охлаждения
- Пауза в монетарной политике может быть долгой

В октябре рынок труда показал первые признаки долгожданного охлаждения — за месяц было создано всего 150 тыс. рабочих мест (против консенсус-прогноза в 180 тыс.). Данные за сентябрь были пересмотрены в сторону снижения (с 336 тыс. до 297 тыс.). Октябрьские данные уже приближаются к уровню, который можно с некоторой долей условности назвать целевым, — 100 тыс. в месяц (при нем достигается равновесие, в котором прирост населения поглощается рынком труда, не вызывая дополнительного инфляционного давления). Рост зарплаты также ослабевает (4,1 против 4,3% г./г. в сентябре).

Безработица в октябре немного выросла (3,9 против 3,8% в сентябре и августе). Это, опять-таки, приближает ее к естественному уровню NAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment), который за четвертый квартал 2023-го оценивается U.S. Congressional Budget Office в 4,4%². Тем не менее говорить о полном преодолении инфляционного давления со стороны рынка труда (в соответствии с кривой Филлипса) пока рано, хотя прогресс очевиден.

Инфляция в октябре упала до 3,2 против 3,7% г./г. в сентябре³. Месячные темпы роста нулевые (против 0,4% м./м. в сентябре). Базовая инфляция без учета топлива и продовольствия (core CPI) в годовом выражении снизилась до 4,0 против 4,1% г./г. в сентябре, месячные темпы роста умеренные — 0,2%. Впрочем, октябрьские данные были немного искажены пересмотром методологии расчета изменения цен на медицинские страховки, что привело к годовой дефляции по категории медицинских услуг вместо инфляции месяцем ранее. Несмотря на это, в целом данные говорят о том, что инфляционное давление ослабло, хотя твердой уверенности в этом пока нет, учитывая волатильность месячных данных.

На заседании 1 ноября текущего года ФРС второй раз подряд взяла паузу и оставила ставку на уровне в 5,25–5,5%. Несмотря на достаточно «ястребиные» заявления главы ФРС Джерома Пауэлла, рынок предполагает, что это не более чем словесные интервенции, и ожидает (по данным FedWatch tool⁴), что повышения ставки ФРС на последнем в текущем году заседании 13 декабря не будет.

Учитывая охлаждение на рынке труда, явные дезинфляционные тенденции, а также высокие ставки по гособлигациям, весьма вероятно, что цикл ужесточения ДКП завершен, а следующим решением ФРС после пауз будет снижение ставки. Однако это уже произойдет в следующем, 2024 году, причем вряд ли в его начале.

На фоне выросшей из-за событий на Ближнем Востоке геополитической напряженности гособлигации США несколько подросли в цене после резкого падения в сентябре. В начале октября доходность десятилетних US Treasuries достигла 5%, однако потом опустилась до 4,5–4,6%. Гособлигации США по-прежнему воспринимаются игроками как защитный актив на фоне тех или иных потрясений; кроме того, рынок не верит в дальнейшее ужесточение ДКП США. Тем не менее доходности по американским гособлигациям остаются на довольно высоком уровне, близком к среднему за весь исторический период их обращения на рынке начиная с 1790-х.

² <https://fred.stlouisfed.org/series/NROU>

³ <https://www.bls.gov/news.release/cpi.nr0.htm>

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

Европа

- Спад экономики в третьем квартале и резкое снижение инфляции

В третьем квартале 2023 года ВВП еврозоны упал на 0,1% кв./кв. (при этом год к году динамика остается слабо положительной — 0,1%). Хотя как спад, так и рост находятся на грани статистической погрешности, слабость европейской экономики очевидна.

Оперативные опросные данные указывают на продолжение спада уже и в четвертом квартале 2023-го. Индекс менеджеров по закупкам Eurozone PMI Composite Index снизился в октябре до 46,5⁵ (против 47,3 в сентябре и 46,7 в августе), оказавшись, таким образом, на минимуме за 35 месяцев. Уже пять месяцев 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). Как и месяцем ранее, спад деловой активности наиболее очевиден в Германии (45,9 против 46,4 в сентябре) и Франции (44,6 против 44,1 в сентябре).

Практически синхронно с динамикой деловой активности происходит спад темпа роста цен. В октябре инфляция в еврозоне составила всего 2,9 против 4,3 в сентябре и 5,2% г./г. в августе. При этом в некоторых экономиках инфляция уже ниже целевого уровня ЕЦБ в 2% (например, в Италии — 1,9% г./г.). В Бельгии и Нидерландах вообще зафиксирована годовая дефляция — минус 1,7 и минус 1,0% соответственно. Месячный темп роста также снизился — 0,1 против 0,3% в сентябре. Вместе с тем базовая инфляция (без энергии, продовольствия, алкоголя и табака) снизилась не столь заметно — 4,2 против 4,5 в сентябре и 5,3 г./г. в августе. Месячный темп роста базовой инфляции умеренный — 0,2 против 0,3% в сентябре.

Как и в Америке, европейские гособлигации в октябре — начале ноября 2023-го скорректировались вверх относительно предыдущего падения. Доходность по десятилетним гособлигациям Германии в начале октября приближалась к 3%, однако к началу ноября снизилась до 2,7%. Доходность по десятилетним гособлигациям Италии приближалась к 5%, но к началу ноября опустилась до 4,6%. Очевидной причиной коррекции является резкое снижение инфляции и, возможно, ставка рынка на довольно скорый разворот политики ЕЦБ в сторону смягчения ДКП. Тем не менее рынок европейских гособлигаций испытывает давление продавцов. Так, по оценке Goldman Sachs, с начала 2020 года японские инвесторы кумулятивно распродали германских гособлигаций на 15 млрд долл. и французских гособлигаций — на 30 млрд долл.

Китай

- Розничные продажи и промпроизводство поддерживают экономику
- Профицит во внешней торговле сокращается

Небольшое улучшение основных макропоказателей, стартовавшее в сентябре, продолжилось и в следующем месяце. Рост промпроизводства в октябре в годовом выражении дошел до 4,6%, немного улучшив динамику относительно сентября (4,5%). Розничные продажи в октябре подскочили до 7,6 против 5,5% г./г. в сентябре, что во многом объясняется праздничной

⁵ <https://www.pmi.spglobal.com/Public/Home/PressRelease/ba631e8763da4230bd3b15d1afdeb858>

«золотой неделей» и соответствующим всплеском потребления. Однако оживление розничного спроса пока не сказывается на движении потребительских цен, в октябре они упали на 0,2% г./г. против нулевой динамики в сентябре. Цены производителей снижаются уже 13 месяцев подряд.

Ситуация с рынком недвижимости между тем остается проблемной. Объем инвестиций в жилищное строительство продолжает падать (минус 9,3% г./г. за 10 месяцев 2023-го против 9,1% г./г. за первые три квартала этого же года).

Внешняя торговля пока показывает смешанную динамику — экспорт в октябре сократился на 6,4% г./г. против спада на 6,2% ранее в сентябре. Импорт в то же время вырос на 3% г./г. против снижения на 6,2% г./г. в сентябре. Более сильное падение экспорта относительно импорта отражается в довольно существенном сокращении профицита торгового баланса Китая — последний в октябре сократился на 30% по отношению к сентябрю и составил 56,5 млрд долл. (минимум за последние 17 месяцев).

Падение торгового профицита, если оно продолжится, может быть важным симптомом будущих изменений на мировом финансовом рынке, так как в последние десятилетия огромный профицит торгового баланса Китая уравнивался спросом КНР на долг США и других развитых экономик. Сейчас, как в силу ухудшения отношений между Пекином и Вашингтоном, так и в силу естественного сокращения торгового профицита КНР, китайский спрос на американский госдолг падает.

Экономика Израиля: последствия войны с ХАМАС

На начальном этапе войны финансовые рынки Израиля отреагировали на нападение существенным снижением фондового рынка, шекеля и ростом доходностей по гособлигациям. Однако к середине ноября эти потери уже оказались частично отыграны.

В основном это вызвано тем, что Израиль располагает диверсифицированными источниками финансирования, а в качестве дополнительной поддержки выступает программа долговых гарантий США. Международные резервы весьма существенны — более 200 млрд долл. по состоянию на конец августа 2023-го, или более чем годовой объем импорта и 125% внешнего долга. Этот резерв — следствие накопления средств за счет высокого профицита счета текущих операций в предыдущие годы (3,7% ВВП в 2022-м). Обладая достаточной подушкой безопасности, Банк Израиля в первые дни войны объявил о программе продажи валютных резервов на сумму до 30 млрд долл. для поддержки шекеля.

Краткосрочные негативные последствия купированы, но очевидно, что война негативно скажется на ВВП, занятости и бюджете страны, хотя масштаб воздействия будет зависеть от продолжительности и интенсивности боевых действий. Рейтинговое агентство S&P (ухудшившее прогноз по рейтингу Израиля, в то время как Moody's вместе с Fitch ratings поставили рейтинг на пересмотр) ожидает сокращения ВВП на 5% в четвертом квартале текущего года по сравнению с третьим кварталом. Вместе с тем по итогам года ВВП Израиля все же вырастет на 1,5% вследствие хорошей динамики в предвоенный период. Кроме того, S&P ожидает небольшого роста ВВП (0,5%) и в 2024-м (хуже, чем прогноз Банка Израиля в 2,8%). Агентство также предрекает дефицит бюджета в 5,3% ВВП в 2023 и 2024 годах, что выше предыдущего прогноза до войны в 2,3% ВВП. Moody's настроено более пессимистично, оно ожидает дефицит бюджета в 3,5% ВВП в этом году и 7,8% ВВП в 2024-м. Разброс прогнозов сейчас вполне объясним, так как масштаб нагрузки на экономику пока не ясен из-за неопределенности по очень многим параметрам.

Другое рейтинговое агентство, Scope ratings, отмечает, что война может оказать негативное воздействие на важные отрасли экономики, такие как сектор высоких технологий, на долю которого приходится около 17% ВВП, и туризм (2,6%). Нестабильность также может препятствовать прямым иностранным инвестициям (около 28 млрд долл. в 2022-м), особенно в газовый сектор.

Существенной проблемой может также стать ситуация с занятостью. Министерство труда Израиля подсчитало, что на начало ноября 764 тыс. работников (18% от всех занятых) не находятся на своих рабочих местах. Это значительно меньше, чем в пик пандемии Covid-19 (28%), однако все равно очень много. Это не только мобилизованные резервисты (около 300 тыс., примерно 90% из которых работают), но и эвакуированные жители соседних с Газой и Ливаном районов, а также работники секторов экономики, наиболее пострадавших от войны (туризм, развлечения, строительство и т.д.). Там по-разному — кто в отпусках, кто под увольнение и получает пособие. Среднесрочная оценка экономического ущерба от подобной ситуации затруднена, так как все будет зависеть от ее продолжительности.

Данные

Товарно-сырьевые рынки:

Товары	31/10/2023	29/09/2023	МоМ, %
Brent, \$/баррель	87,41	95,31	-8,3
Natural Gas, \$/MMBtu	3,575	3,312	7,9
Coal, \$/ton	121,1	160,1	-24,4
Nickel, \$/ton	17926	18497	-3,1
Copper, \$/lb	364,9	373,75	-2,4
Iron Ore, CNY/dry metric ton	963,5	930,5	3,5
Aluminium, \$/ton	2248,65	2339	-3,9
Gold, \$/troy ounce	1994,3	1848,1	7,9
Palladium, \$/troy ounce	1126,1	1256	-10,3
Silver, \$/troy ounce	22,952	22,45	2,2
Platinum, \$/troy ounce	944,9	906,8	4,2

Индексы:

Индексы акций	МоМ ⁶ , %	YTD, %	P/E на 31/10/2023
MSCIWorld	-2,97	6,38	17,84
MSCIEurope	-3,67	1,07	12,55
MSCIPacific	-4,24	-3,26	14,98
MSCIEmergingMarkets	-3,94	-4,31	13,21
MSCIEMLatinAmerica	-4,96	2,77	7,38
MSCIArabianMarkets	-4,19	-6,70	13,85

⁶ Все доходности указаны в долларах США.

MSCI Frontier Markets	-6,00	-2,45	8,78
MSCIUK	-4,14	-1,65	10,50
MSCICanada	-5,60	-4,19	13,96
MSCIJapan	-4,43	3,37	16,24
MSCIIndia	-3,00	3,76	25,42
MSCIIndonesia	-8,53	-7,60	13,94
MSCIPhillipines	-5,73	-9,81	13,05
MSCIPoland	16,48	22,04	6,54

Индексы хедж-фондов:

Barclay Hedge Fund Indices	Доходность за октябрь, %	YTD, %
BARCLAY HEDGE FUND INDEX	-1,62	2,34
BALANCED (STOCKS & BONDS) INDEX	-2,11	0,21
EMERGING MARKETS INDEX	-2,17	1,59
EMERGING MARKETS ASIA INDEX	-2,80	-0,37
EMERGING MARKETS ASIAN EQUITIES INDEX	-3,38	-0,05
EMERGING MARKETS GLOBAL EQUITIES INDEX	-3,25	2,28
EMERGING MARKETS GLOBAL FIXED INCOME INDEX	1,82	7,45
EMERGING MARKETS GLOBAL INDEX	-2,11	1,77
EQUITY LONG BIAS INDEX	-2,46	3,52
EQUITY LONG/SHORT INDEX	-0,77	2,84
EQUITY MARKET NEUTRAL INDEX	0,55	5,02
EUROPEAN EQUITIES INDEX	-2,08	-2,71
EVENT DRIVEN INDEX	-2,29	2,41
FUND OF FUNDS INDEX	-1,21	0,84
GLOBAL MACRO INDEX	-0,57	-0,39
MERGER ARBITRAGE INDEX	-0,22	2,36

Валюты:

Валюты	31/10/2023	29/09/2023	MoM, %
EUR/USD	1,0575	1,0573	0,0
GBP/USD	1,2153	1,2199	-0,4
USD/JPY	151,68	149,37	1,5
USD/RUB	88,42	93,4	-5,3

Макро:

США	Актуальные	Предыдущие	Консенсус
Personal Spending MoM, SEP, %	0,7	0,4	0,4
Personal Income MoM, SEP %	0,3	0,4	0,5
Manufacturing PMI, OCT	46,7	49	4
Services PMI, OCT	51,8	53,6	50,2
Balance of Trade, SEP, \$	-61,5	-58,7	-59,9
Industrial Production YoY, OCT, %	-0,7	-0,2	
Industrial Production MoM, OCT, %	-0,6	0,1	

Еврозона	Актуальные	Предыдущие	Консенсус
Manufacturing PMI, OCT	43	43,4	43,7
Services PMI, OCT	47,8	48,7	48,7
Balance of Trade, SEP, €	10	6,7	22
M3 Money Supply YoY, SEP, %	-1	-1	-1
Industrial Production MoM, OCT, %	-1,1	0,6	

Китай	Актуальные	Предыдущие	Консенсус
Manufacturing PMI, OCT	49,5	50,2	50,2
Services PMI, OCT	50,4	50,2	50,4
Balance of Trade, OCT, \$	56,5	77,8	
Exports YoY, OCT, %	-6,4	-6,2	
Imports YoY, OCT, %	3	-6,3	
M2 Money Supply YoY, OCT, %	10,3	10,3	10,3