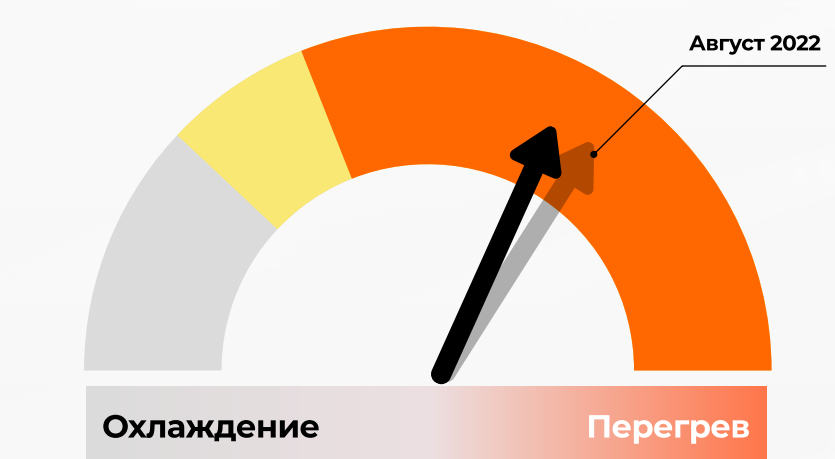



Дэшборд по оценке текущей экономической активности

12 октября 2022



По результатам дэшборда за сентябрь **18 из 29 факторов указывают на перегрев экономики.** Анализ проводился по 4 блокам: инфляции, монетарным, экономическим и внешним условиям.

Обозначения	Количество показателей	
	Текущий	Предыдущий
Перегрев 	18	20
Рост 	4	5
Охлаждение 	7	4
Всего	29	29

По сравнению с прошлым дэшбордом 1 показатель в блоке инфляции и 2 в блоке экономических условий перешли в зону охлаждения. Ценовые факторы за рассматриваемый период демонстрируют усиление перегрева, при этом показатели на стороне деловой активности демонстрируют охлаждение. Таким образом, возникает дисбаланс между спросом и предложением, когда последнее не успевает реагировать на соответствующие фискальное и кредитное стимулирования. В этих условиях необходимо сконцентрироваться на точечных факторах избыточного спроса: потребительском кредитовании и не масштабируемом фискальном стимулировании. Дальнейшее ужесточение монетарных условий может привести к ассиметричному и нежелательному эффекту, когда предложение может сократиться сильнее, а спрос не среагирует должным образом.

Также был проведен [семантический анализ пресс-релиза НБРК](#).

Блок инфляции

Факторы	Целевой показатель	Комментарии по целевому показателю	Показатели			Оценочное влияние	
			Месячные данные			Текущее	Предыдущее
			Текущее	Среднее за 3 месяца	Среднее с начала года		
Текущий уровень инфляции (г/г)	4-6%	Целевой показатель НБРК на 2022 год	17.7	16.3	13.3	●	●
Текущий уровень инфляции (м/м)	0.6%	Среднее значение в данном месяце за 2019-2021	1.8	1.4	1.6	●	●
Инфляционные ожидания	5.0%	Верхняя граница целевого коридора НБРК через год	16.0	15.5	12.4	●	●
Реальная процентная ставка (разница между TONIA и инфляционными ожиданиями на год вперед)	3.6-3.7%	Данные исследования НБРК	-1.32	-1.46	1.38	●	●
Цены на жилье	0.60%	Среднее значение изменения цен продаж нового жилья в данном месяце за 2019-2021	-0.1	0.5	1.5	●	●
	1.2%	Среднее значение изменения цен продаж квартир в данном месяце за 2019-2021	0.4	0.5	2.2	●	●

Перегрев ● Рост ● Охлаждение ●

Источник: БНС, НБРК, расчеты Jusan Analytics

Выводы по блоку инфляции:

На потребительском рынке наблюдается значительное ускорение темпов **роста цен. Фактическая инфляция превзошла ожидания рынка и достигла отметки 17.7% в годовом выражении** (рост месячной инфляции – 1.8%). Потребительская инфляция непрерывно растет уже 10 месяцев и становится, судя по текущей динамике, гораздо устойчивее.

Основными факторами роста инфляции являются удорожание стоимости импортных товаров из-за высокого внешнего инфляционного фона в странах-торговых партнерах, увеличение стоимости транспортировки по причине разрыва логистических цепочек, ослабление тенге по отношению к доллару и рублю вместе с позитивной динамикой потребительского спроса. В сравнении с предыдущими месяцами ускорение **инфляционных процессов стало носить более широкий характер**, что свидетельствует об усилении потребительского спроса (в большей степени на услуги). Наблюдаемое повышение спроса, помимо ставших уже привычными кредитным и фискальным импульсами, было вызвано притоком российских граждан в Казахстан и последующего шока спроса.

Дополнительным, но не менее значимым проинфляционным фактором являются пессимистичные инфляционные ожидания. По данным НБРК, население через 12 месяцев ожидает уровень инфляции в 16.5%, что является антирекордом по этому показателю. Рост пессимизма в инфляционных ожиданиях без соответствующих мер, направленных на достижение ценовой стабильности, будет способствовать дальнейшему усилению внутреннего инфляционного фона и его сохранению на более длительном временном горизонте.

Блок монетарных условий

Факторы	Целевой показатель	Комментарии по целевому показателю	Показатели			Оценочное влияние	
			Месячные данные			Текущее	Предыдущее
			Текущее	Среднее за 3 месяца	Среднее с начала года		
Розничное кредитование	657 419 млн ₸	Среднее значение за 2019-2021	1 194 152 млн ₸	1 144 912 млн ₸	955 184 млн ₸	●	●
Кредитование секторов торговли и услуг	543 660 млн ₸	Среднее значение за 2019-2021	627 886 млн ₸	587 527 млн ₸	575 233 млн ₸	●	●
Кредиты/депозиты	100%	Среднее значение за 2019-2021	106%	104%	103%	●	●
Спрос на валюту в обменниках	169 729 млн ₸	Среднее значение продажи иностранной валюты за 2019-2021	147 933 млн ₸	90 838 млн ₸	139 075 млн ₸	●	●
Динамика тенговых вкладов*	Рост		-1.01%	6.7%	3.5%	●	●
Динамика валютных вкладов*	Снижение		+4.1%	+22.7%	+5.7%	●	●
Долларизация*	Снижение		+1.15 п.п.	+3.18 п.п.	0.48 п.п.	●	●
Денежный мультипликатор	2.2	Среднее значение за 2019-2021	2.89	2.96	3.12	●	●
Кредитный мультипликатор	1.8	Среднее значение за 2019-2021	2.58	2.16	2.55	●	●
Резервный мультипликатор	0.3	Среднее значение за 2019-2021	0.19	0.20	0.17	●	●

* представлены изменения за 3 месяца и с начала года

Перегрев ● Рост ● Охлаждение ●

Источник: НБРК, расчеты Jusan Analytics

Выводы по блоку монетарных условий:

Выдача розничных кредитов превышает оптимальные значения. Активнее всего на спрос откликаются посреднические предприятия, что ведет к росту кредитования сферы услуг и торговли. За месяц кредитование этих секторов выросло на 7.8%, что указывает на расширение кредитного спроса в экономике и негативно отражается на инфляции. **Подобный непродуктивный рост кредитования продолжает оказывать влияние на формирование избыточного спроса в экономике при наличии ряда структурных проблем на стороне предложения.**

Расширение кредитования не нашло отражения в приросте тенгового фондирования. За месяц наблюдается увеличение соотношения кредитов к депозитам на 3 п.п., и связано оно с ростом валютных вкладов на 4.1% и снижением тенговых на 1%. Таким образом, долларизация выросла на 1.2 п.п. **Снижение тенгового фондирования, рост кредитования и долларизации в экономике в совокупности сигнализируют о сильном перегреве.**

На рынке **наблюдается рост сальдо спроса** на наличную валюту в обменниках: +80% за месяц до 148 млрд тенге. Показатели августа ближе подошли к историческим значениям. В предыдущие месяцы на нетто-покупку в обменниках (*рассчитывается как покупки за минусом возврата поставщику*) сильно влияли финансовые операции граждан РФ по продаже наличной валюты. При этом эффект сезона отпусков, который обычно повышал спрос на наличную валюту, был незначительным. Восстановление значения спроса, близкого к оптимальным, указывает на прекращение влияния различных факторов. В текущих условиях этот параметр в меньшей степени отражает внутренние условия и спрос на валюту среди населения.

Расширение кредитования и снижение тенгового фондирования негативно повлияли на резервные и кредитные мультипликаторы. Показатели денежного мультипликатора также демонстрируют негативную динамику. Показатели всех мультипликаторов находятся глубоко в красной зоне, что указывает на необходимость торможения кредитной активности и расширения тенгового фондирования банковской системы. Таким образом, сохранение текущих условий ведет к еще большему расширению кредитного спроса и закредитованности экономики.

Блок экономических условий

Факторы	Целевой показатель	Комментарии по целевому показателю	Показатели				Оценочное влияние		
			Месячные данные			Квартальные данные		Текущее	Предыдущее
			Текущее	Среднее за 3 месяца	Среднее с начала года	Текущее значение	Прошлый квартал		
Разрыв выпуска*	0.0%	Международная практика				0.5%**	0.4%**	●	●
Ненефтяной дефицит госбюджета/ВВП	0.0%					-8.7% (-11.1%***)	-4.3% (-6.3%***)	●	●
КЭИ	103.3	Среднее значение за 2019-2021	102.6	102.9	104.5			●	●
Индекс деловой активности	50.0	Общемировая практика	48.0	47.9	49.0			●	●
"Часы" бизнес-цикла		Данные НБРК	Область подъема	Область подъема	Область подъема			●	●
Потребительские расходы	9.7%	Среднее значение изменения расходов населения на потребление за 2019-2021				13.3%	16.0%	●	●
Объем торговли товарами и услугами	2.8%	Среднее значение изменения физических объемов розничной торговли за 2019-2021	1.0%	0.1%	2.0%			●	●
	3.0%	Среднее значение изменения физических объемов оптовой торговли за 2019-2021	-1.0%	-2.1%	7.9%			●	●
Импорт товаров	7.6%	Среднее значение изменения импорта товаров за 2019-2021	10.1%	15.2%	15.3%			●	●

*Расчитан с использованием фильтра Ходрика-Прескотта

**На базе динамики ВВП в среднегодовых ценах 2005 года

***Расчеты по методике МФ РК

Перегрев ● Рост ● Охлаждение ●

Источник: БНС, МФ РК, расчеты Jusan Analytics

Выводы по блоку экономических условий:

Незначительный рост разрыва выпуска во 2 квартале текущего года (с 0.4% до 0.5%) вызван опережающим ростом промышленной отрасли, а именно обрабатывающего сектора. ВВП вырос на 3.4% в годовом выражении и составил 39.6 трлн тенге. При этом вклад обрабатывающего сектора вырос на 5.8%. Столь значительный прирост компонентов сектора отмечается на рынках по производству автотранспортных средств, прочих готовых изделий и основных фармацевтических продуктов.

Государственный бюджет находится в **дефицитной зоне** и составляет -1.6% ВВП (-3.1% во 2 квартале 2021). Ненефтяной бюджет без учета поступлений трансфертов из Национального Фонда углубляется до -8.7% ВВП (-9.5%). При этом расходная часть бюджета растет, что приводит к излишнему стимулированию спроса в экономике. Это в свою очередь **оказывает дополнительное давление на цены, препятствуя рыночной подстройке и способствуя новому витку повышения цен с положительным откликом со стороны совокупных расходов (признаки инфляционной спирали).**

КЭИ продолжает замедляться с +6.5% по итогам 1 квартала до +3.7% за 8 месяцев 2022 (+ 2.6% в августе) из-за снижения темпов роста в промышленности с +5.8% до +2.5% и внутренней торговли с +6.2% до +5.2%. КЭИ второй месяц складывается ниже целевого показателя, что может указывать на возможную стабилизацию экономического роста близко к потенциальному уровню. Это в условиях значительного роста проинфляционности несет в себе больше рисков, нежели пользы.

Потребительский спрос в среднем на душу населения **стал замедляться.** Потребительские расходы, составляющие более 90% всех расходов населения, во 2 квартале 2022 года увеличились на 13.3% г/г (+16.0% в 1 квартале 2022) и составили 207.5 тыс. тенге в среднем на душу населения. Из них на продовольственные товары приходится 56%, на непродовольственные – 26%. Расходы на платные услуги составляют 19%. Розничная торговля в августе выросла на 19% г/г (+22% г/г в июле), оптовая торговля – на 14% г/г (+21%).

Несмотря на то, что рост торговли в денежном выражении лишь незначительно замедляется, **в физических объемах розничная и оптовая торговли практически сохраняются на уровне прошлых лет.** Это свидетельствует о снижении покупательской способности населения в результате значительного роста цен с начала года.

Блок внешних условий

Факторы	Целевой показатель	Комментарии по целевому показателю	Показатели			Оценочное влияние	
			Месячные данные			Текущее	Предыдущее
			Текущее	Среднее за 3 месяца	Среднее с начала года		
Цена на нефть марки Brent	\$ 90.0 за баррель	Цена на нефть согласно поправкам в государственный бюджет, которые были утверждены в мае 2022 (ранее была заложена цена 60 долларов за баррель)	\$ 90.6 за баррель	\$ 97.2 за баррель	\$ 102.2 за баррель	●	●
Индекс потребительских цен ФАО	106.3	Среднее за 2019-2021	136.3	138.3	146.9	●	●
Инфляция в странах - основных торговых партнерах	4.8%	Россия, средний уровень изменения цен в 2019-2021	14.3%	15.1%	14.4%	●	●
	7.1%	Китай, средний уровень изменения цен в 2019-2021	2.5%	2.8%	2.6%		
	1.7%	ЕС, средний уровень изменения цен в 2019-2021	10.0%	9.6%	8.3%		
	15.7%	Турция, средний уровень изменения цен в 2019-2021	83.5%	81.1%	70.0%		
Индекс доллара	95.24	Среднее значение за 2019-2021	110.7	108.23	102.65	●	●

Перегрев ● Рост ● Охлаждение ●

Источник: БНС, TradingEconomics.com, fao.org, расчеты Jusan Analytics

Выводы по блоку внешних условий:

В сентябре 2022 года мировые цены на продовольствие и энергоносители влияли в меньшей степени. Снижению мировых цен на продовольствие способствовали сезонный рост производства, благоприятный урожай на некоторые виды продукции и ограниченность рыночного спроса на фоне высокой стоимости энергоресурсов в сочетании со слабыми перспективами развития мировой экономики.

Индекс продовольственных цен ФАО опустился за сентябрь на 1.5 пункта до 136.3. Снижение индекса произошло благодаря падению цен на растительные масла и умеренное снижение цен на сахар, мясо, молочную продукцию. При этом стоимость зерновых, как ключевой для продовольственного рынка составляющей, за этот период выросла. Этому способствовали нарастание неопределённости вокруг зерновой инициативы и ухудшение погодных условий в Аргентине и США.

Цена на нефть из-за нарастающего страха перед рецессией снизилась на 8.8% и колебалась в среднем на уровне 90.2 долларов за баррель. Более значительное снижение нефтяных котировок сдерживалось ограничениями ОПЕК+ по объему добычи нефти.

Инфляция во всех странах-партнерах Казахстана превышает оптимальные для этих стран значения. В августе инфляция в РФ и ЕС составила 14.3% и 10.0% соответственно, в сентябре в Турции – 83.45%. В Китае потребительская инфляция показала рост на 3.2%. При этом текущий уровень инфляции в Китае является максимальным за последние 2 года, что свидетельствует об усилении инфляционных процессов, в том числе и во второй экономике мире.

Индекс доллара в сентябре 2022 года в среднем находился выше отметки 110.7 пунктов (в августе – 107.1). С начала года среднее значение индекса доллара составляет 102.6, что выше среднего показателя за последние 3 года и **говорит о продолжающемся усилении давления со стороны доллара.**

Анализ пресс-релизов

Мы провели семантический анализ пресс-релиза НБРК «О сохранении базовой ставки на уровне 14,5%» от 5 сентября 2022. «Инфляция» остается часто повторяемым словом, при этом частота повторения выросла на 0.5 п.п. Слова «цена», «рост» и «высокий» также остаются одними из часто повторяемых. На этот раз в пресс-релизе чаще стали использовать слова: «прогноз» (9 повторений), «снижение» (9), «нефть» (8), «базовый» (7) и «внешний» (7).

Таким образом, ключевыми факторами объясняющие решение НБРК, по-прежнему остаются **показатели инфляции, роста цен, а также прогнозы по снижению внешней продовольственной инфляции и цены на нефть.**

Фраза/слово	Количество	Частота %
«инфляция»	24	2.47
«цена»	17	2.00
«рост»	14	1.65
«высокий»	12	1.41
«прогноз»	9	1.06
«снижение»	9	1.06
«нефть»	8	0.82
«базовый»	7	0.82
«внешний»	7	0.82



При помощи <https://advego.com/text/seo/>

Методология

В качестве теоретической основы мы используем Правило Тейлора

Правило Тейлора (Taylor Rule) — правило монетарной политики, которое определяет, насколько необходимо изменить процентную ставку в случае изменения показателей ВВП, инфляции и других экономических условий. Правило было придумано с целью научно и системно определить какая монетарная политика должна отвечать задаче максимальной занятости и ценовой стабильности, а также сделать монетарную политику центробанка более предсказуемой.

Формула Правила Тейлора имеет следующий вид:

$$i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + a_y(y_t - \bar{y}_t).$$

i_t — процентная ставка

π_t — уровень фактической инфляции

π_t^* — желаемый уровень инфляции, таргет монетарного регулятора

r_t^* — предполагаемый уровень равновесных процентных ставок

$(y_t - \bar{y}_t)$ — разрыв выпуска, разница между фактическим и потенциальным ВВП, определяет фазу цикла относительно долгосрочной траектории роста

Наша интерпретация экономических условий для дэшборда:

Построенный нами дэшборд условно делит Правило Тейлора на три блока, так или иначе, соответствующих факторам, которые используются в базовом уравнении.

При этом мы увеличили количество объясняющих факторов, а также добавили ряд опережающих. Данные по соответствующим факторам проходят оценку, в результате которой определяется степень их отклонения от оптимального уровня. **Отклонение показателей в негативную сторону указывает на перегрев экономики** или иные проблемы, требующие ужесточения фискальных и монетарных условий. **Снижение указывает на необходимость дополнительного стимулирования.**

1. **Блок инфляции** – основной индикатор разбалансированности экономических политик, перегрева экономической активности и наличия избыточного спроса;
2. **Блок монетарных условий** – опережающие факторы инфляции, интерпретация и замена фактора равновесной ставки в базовом уравнении Тейлора;
3. **Блок экономических условий** – дает более широкое представление и интерпретацию наличия положительного или отрицательного разрыва выпуска.

Важное уточнение Правила Тейлора: для малых открытых экономик нужно учитывать ряд внешних условий.

4. **Блок внешних условий** - отражает наиболее значимые внешние факторы, которые способны оказать значительное влияние на фазу текущего цикла.

Совокупность результатов по каждому показателю отражает текущее состояние экономики и ожидаемую реакцию регуляторов в рамках циклов: **«перегрев», «рост», «охлаждение»**. При этом отсутствие соответствующей реакции будет вызывать дальнейшее ухудшение показателей, усугубляя перегрев или торможение экономики.

Ограничение ответственности:

Jusan Analytics является аналитическим структурным подразделением АО «Jusan Bank».

Эта работа носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны Jusan Analytics предоставить отчетность, деловые, финансовые, инвестиционные, юридические, налоговые или другие профессиональные консультации или услуги. Публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, полученной из достоверных открытых источников, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны.

Мы не несем ответственность за использование читателями информации, содержащейся в работе, для принятия самостоятельных финансовых решений. АО «Jusan Bank» в лице команды Jusan Analytics не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в публикации или исправлять возможные неточности. При этом информация в работе не является исчерпывающей и может быть изменена в любое время без предварительного уведомления.

Опубликованная в работе информация доступна для личного пользования, но не предназначена для коммерческого распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения Jusan Analytics.