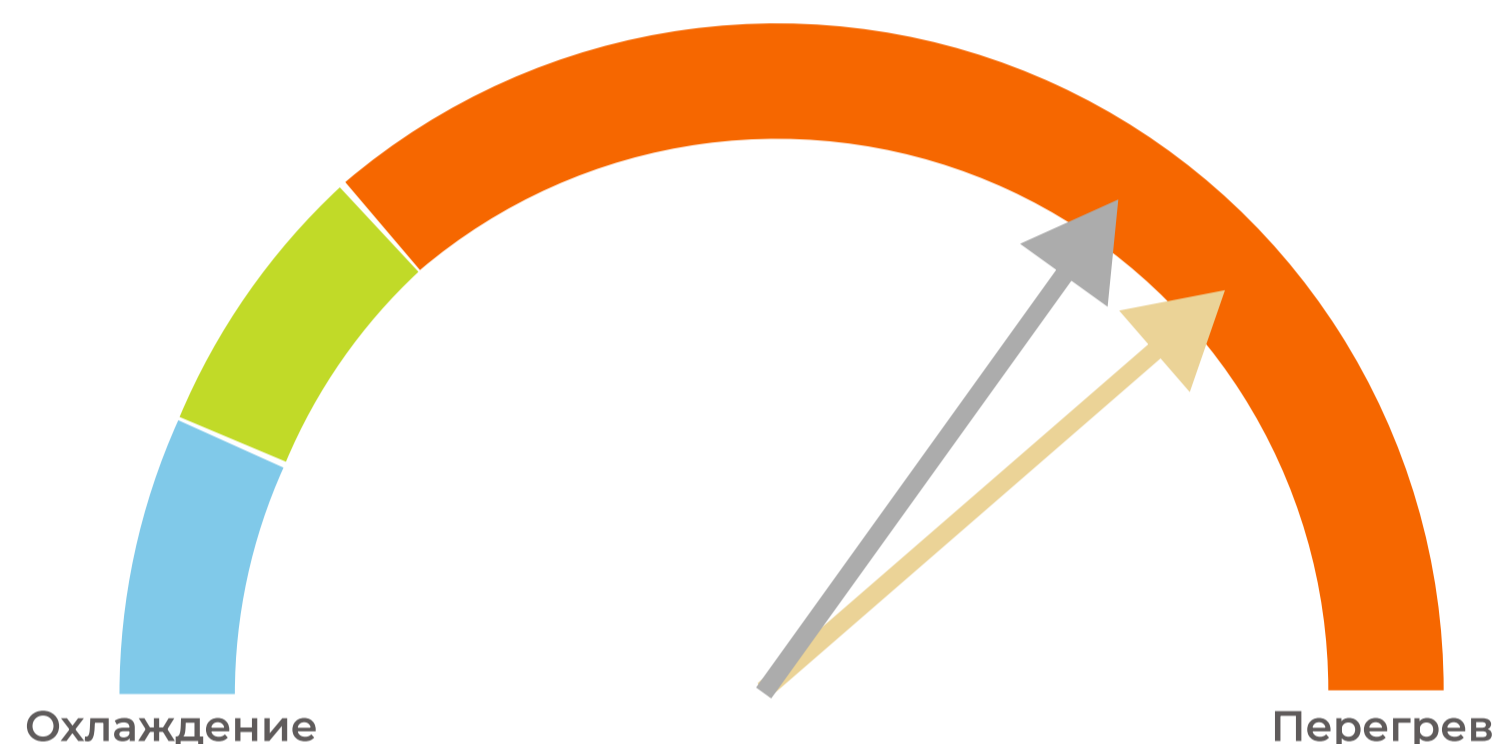


Дэшборд по оценке текущей экономической активности

В июле 2022 года команда Jusan Analytics **разработала дэшборд по оценке текущей экономической активности**. Дэшборд позволяет понять в какой фазе краткосрочного цикла находится экономика, а также спрогнозировать вероятные действия экономических агентов и соответствующих факторов (**инфляция, курс, деловая активность, ставка**).



По результатам дэшборда **20 из 29 факторов указывают на устойчивый перегрев экономики**. Анализ проводился по 4 блокам: инфляции, монетарным, кономическим и внешним условиям.

Факторы	Количество показателей	
	Текущий	Предыдущий
Перегрев ●	20	22
Рост ●	5	4
Охлаждение ●	4	3
Всего	29	29

По сравнению с прошлым дэшбордом 1 показатель в блоке инфляции и 2 в блоке монетарных условий перешли в зону охлаждения. Однако усиление перегрева в ранее наблюдаемых показателях сигнализируют о необходимости Правительству и НБРК продолжать принимать меры по стабилизации ситуации. **Мы ожидаем дальнейшего повышения базовой ставки** на следующем заседании Комитета по денежно-кредитной политике НБРК.

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 значение	Среднее за 3 месяца	Среднее с начала года		
Текущий уровень инфляции (г/г)	4-6%	Целевой показатель НБРК на 2022 год	16.1%	15.2%	13.4%	●	●
Текущий уровень инфляции (м/м)	0.6%	Среднее значение в данном месяце за 2019-2021	1.4%	1.4%	1.7%	●	●
Инфляционные ожидания	5.0%	Верхняя граница целевого коридора НБРК через год	15.6%	14.0%	11.9%	●	●
Реальная процентная ставка (разница между TONIA и инфляционными ожиданиями на год вперед)	3.6-3.7%	Данные исследования НБРК	-2.11%	-0.11%	1.79%	●	●
Цены на жилье (м/м)	0.40%	Среднее значение изменения цен продаж нового жилья в данном месяце за 2019-2021	0.5%	1.1%	1.7%	●	●
	0.93%	Среднее значение изменения цен перепродаж квартир в данном месяце за 2019-2021	0.8%	0.7%	2.4%	●	●

Обозначения	
Перегрев	●
Рост	●
Охлаждение	●

Источник: БНС, НБРК, расчеты Jusan Analytics

Выводы по блоку инфляции:

Статистика по инфляции в августе 2022 года свидетельствует **об ускорении роста потребительских цен до 16.1% в годовом выражении** (15.0% в июле). При этом наблюдается **более быстрый рост месячной инфляции** – 1.4% (в июле 1.1%). Этому способствовал рост цен на некоторые виды непродовольственных товаров, в том числе сезонный спрос на канцелярские товары и принадлежности для школы в преддверии нового учебного года, возобновление роста стоимости коммунальных услуг, начавшийся сразу после окончания действия моратория на повышение тарифов, а также менее выраженное сезонное удешевление продовольственных товаров. Таким образом, рост цен происходил по всем компонентам потребительской корзины.

Продовольственные и непродовольственные товары за август стали дороже в годовом выражении на 20.8% и 15.5% соответственно (на 1.0% и 1.8% за месяц). Сервисная инфляция резко поднялась после длительного нахождения на одном уровне до 10.1% г/г (1.6% м/м).

Наблюдаемое ускорение инфляционных процессов, несмотря на предпринятый шаг НБРК по ужесточению монетарных условий, вместе с мягкой фискальной политикой несет в себе значительные риски перехода текущего роста цен в инфляционную спираль. Этому также способствуют **инфляционные ожидания населения**, которые по результатам опроса НБРК в июле ухудшились по сравнению с прошлым месяцем. Оценка инфляционных ожиданий на год вперед составила 15.6% (в июне – 14.8%). Ухудшение ожиданий населения – это следствие ослабления тенге, растущей неопределенности на фоне опасений развивающегося циклического кризиса в глобальной экономике и последствий геополитического конфликта между Россией и Украиной. Наблюдаемый рост пессимизма в инфляционных ожиданиях без соответствующих мер, направленных на достижение ценовой стабильности, будет способствовать дальнейшему усилению внутреннего инфляционного фона.

С учетом фактических данных по инфляции в августе, уровень реальной процентной ставки становится еще более отрицательным. В результате, текущий уровень базовой ставки **не оказывает должного ограничивающего эффекта на потребительский спрос** и, соответственно, на внутренние цены.

Блок монетарных условий

Факторы	Целевой показатель	Комментарии по целевому показателю	Показатели			Оценочное влияние	
			Месячные данные			Текущее	Предыдущее
			Текущее значение	Среднее за 3 месяца	Среднее с начала года		
Розничное кредитование	657 419 млн ₸	Среднее значение за 2019-2021	1 164 726 млн ₸	1 062 095 млн ₸	921 045 млн ₸	●	●
Кредитование секторов торговли и услуг	543 660 млн ₸	Среднее значение за 2019-2021	582 553 млн ₸	557 802 млн ₸	567 711 млн ₸	●	●
Кредиты/депозиты	100%	Среднее значение за 2019-2021	103%	104%	103%	●	●
Спрос на валюту в обменниках	169 729 млн ₸	Среднее значение продажи иностранной валюты за 2019-2021	82 176 млн ₸	111 307 млн ₸	137 810 млн ₸	●	●
Динамика тенговых вкладов*	Рост		3.1%	8.1%	4.6%	●	●
Динамика валютных вкладов*	Снижение		+3.5%	+8.9%	+1.6%	●	●
Долларизация*	Снижение		+0.09 п.п.	+0.18 п.п.	-0.67 п.п.	●	●
Денежный мультипликатор	2.2	Среднее значение за 2019-2021	2.85	2.97	3.13	●	●
Кредитный мультипликатор	1.8	Среднее значение за 2019-2021	2.47	2.67	2.72	●	●
Резервный мультипликатор	0.3	Среднее значение за 2019-2021	0.20	0.20	0.17	●	●

* представлены изменения за 3 месяца и с начала года

Источник: НБРК, расчеты Jusan Analytics

Обозначения	
Перегрев	●
Рост	●
Охлаждение	●

Выводы по блоку монетарных условий:

Розничное кредитование в июне выросло на 8%. Все показатели превышают оптимальные, по нашей оценке, значения. Например, выдача новых розничных кредитов – на 77%. Агрессивный рост розничного, а именно потребительского кредитования, прямо указывает на расширение кредитного спроса в экономике и негативно отражается на инфляции. Рост кредитования секторов торговли и услуг также указывают на перегрев, за месяц рост составил 5.5%, что также выше оптимального уровня. **Подобный непродуктивный рост кредитования продолжает оказывать влияние на формирование избыточного спроса в экономике при наличии ряда структурных проблем на стороне предложения.**

За месяц наблюдается снижение соотношения тенговых кредитов к депозитам на 1.1 п.п. из-за увеличения последних. Однако, этот рост все еще не соответствует увеличению тенгового фондирования и указывает **на определённый перегрев рынка тенгового кредитования, не подкрепленного расширением сбережений.**

На рынке **наблюдается увеличение сальдо спроса на наличную валюту.** За месяц спрос на валюту увеличился практически в 2 раза после рекордного снижения в июне. Несмотря на высокий рост спроса, значение все же на 94% ниже оптимального. Рост по нашему мнению связан с сезоном отпусков, однако в июле наблюдался продолжающийся высокий спрос на тенге. На наш взгляд, низкие значения спроса связаны с перетоком иностранной валюты (доллара и рублей) от граждан РФ, проводящих финансовые операции на территории Казахстана. Таким образом, несмотря на оценку подобного сигнала в качестве снижения избыточной активности, в текущих условиях, этот параметр в меньшей степени отражает внутренние условия и спрос на валюту граждан Казахстана.

В июле наблюдался прирост тенговых вкладов на 3.14%, что сместило общую динамику роста тенговых депозитов в зону роста. Однако, если в июне валютные вклады увеличились на 13.88%, то в июле рост составил 3.52%. За месяц **уровень долларизации вырос на 0.09 п.п.** Ранее происходило планомерное снижение долларизации за счет оттока из системы валютных вкладов, которые при этом не находили свое отражение в приросте тенговых вкладов.

Практически все монетарные мультипликаторы, несмотря на положительную динамику за месяц, находятся глубоко в «красной» зоне, указывая на необходимость торможения кредитной активности при текущих параметрах фондирования банковской системы и доступных резервов. Таким образом, любые дополнительные внешние вливания, в том числе эмиссионного характера, будут приводить к еще большему росту избыточного 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 значение	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	100.5	103.9	104.8			●	●
Индекс деловой активности	50.0%	Общемировая практика	48.0	48.6	49.1			●	●
"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				16.0%	12.2%	●	●
Объем торговли товарами и услугами	10.3%	Среднее значение изменения розничной торговли за 2019-2021	22.3%	19.7%	15.5%			●	●
	9.0%	Среднее значение изменения оптовой торговли за 2019-2021	20.8%	18.2%	24.6%			●	●
Импорт товаров	7.6%	Среднее значение изменения импорта товаров за 2019-2021	18.9%	14.2%	16.1%			●	●

Обозначения	
Перегрев	●
Рост	●
Охлаждение	●

* Рассчитан с использованием фильтра Ходрика-Прескотта
 ** На базе динамики ВВП в среднегодовых ценах 2005 года
 *** Расчеты по методике МФ РК

Источник: БНС, МФ РК, расчеты Jusan Analytics

Выводы по блоку экономических условий:

Разрыв выпуска во 2 квартале вырос на 0.1 п.п. и составил 0.5% (в 1 кв. 2022 – 0.4%). **Этот прирост вызван опережающим ростом промышленной отрасли**, а именно обрабатывающего сектора. Так, ВВП страны во 2 квартале текущего года 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 вновь **перешел в дефицитную зону** из-за роста расходной части бюджета и составил -1.6% ВВП (-3.1% во 2 кв. 2021). Ненефтяной бюджет углубился до -8.7% ВВП (-9.5% во 2 кв. 2021). Рост расходов бюджета приводит к излишнему стимулированию спроса в экономике, что 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)**.

Показатель КЭИ за 7 месяцев 2022 года вырос на 4.0% (в июле на 0.5%) за счет **продолжающегося увеличения базовых отраслей** (в годовом выражении: строительство +8.6%, связь +6.5%, торговля +6.2%, транспорт +5.6%, промышленность +2.7% и сельское хозяйство +2.1%). Рост КЭИ складывается выше уровней прошлого (+3.7%) и докризисного 2019 года (+4.4%). Это **свидетельствует о достаточно уверенном росте экономики Казахстана**. Однако значение КЭИ в июле сложилось 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 продолжает расти и превышает уровни прошлых лет, что приводит к дальнейшему усилению инфляционных процессов. Потребительские расходы, составляющие более 90% всех расходов населения, в 1 квартале 2022 года увеличились на 16.0% г/г (на 6.4% в 1 кв. 2021) и составили 201.8 тыс. тенге в среднем на душу населения. Из них на продовольственные товары приходится 54%, на непродовольственные – 26%. Расходы на платные услуги составляют 19%. Розничная торговля в июле выросла на 22% г/г (в июне – на 8% г/г), оптовая торговля +21% г/г (+2% г/г в июне). Отметим, что подобный рост вероятнее всего связан с возросшим спросом на товары со стороны россиян, подобную динамику видим и по определенным статьям импорта (одежда, электроника, комплектующие для авто).

Блок внешних условий

Факторы	Целевой показатель	Комментарии по целевому показателю	Показатели			Оценочное влияние	
			Месячные данные				
			Текущее значение	Среднее за 3 месяца	Среднее с начала года	Текущее	Предыдущее
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)	\$ 97.3 за баррель	\$ 106.5 за баррель	\$ 103.9 за баррель		
Индекс потребительских цен ФАО	106.3	Среднее за 2019-2021	138.0	144.4	148.2		
Инфляция в странах - основных торговых партнерах	4.8%	Россия, средний уровень изменения цен в 2019-2021	15.1%	16.0%	14.4%		
	7.1%	Китай, средний уровень изменения цен в 2019-2021	3.2%	2.6%	1.8%		
	1.7%	ЕС, средний уровень изменения цен в 2019-2021	9.8%	9.4%	8.0%		
	15.7%	Турция, средний уровень изменения цен в 2019-2021	79.6%	77.2%	66.6%		
Индекс доллара	95.2	Среднее значение за 2019-2021	107.2	106.1	101.7		

Обозначения	
Перегрев	
Рост	
Охлаждение	

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

Выводы по блоку внешних условий:

В августе 2022 года наблюдалось некоторое снижение давления со стороны высоких мировых цен на продовольствие и энергоносители. **Рост обеспокоенности касательно перспектив роста мировой экономики вместе с ужесточением монетарных условий ключевыми экономиками мира привели к снижению совокупного спроса**, что отразилось на мировых ценах.

Индекс продовольственных цен ФАО опустился за месяц на 2.7 пунктов и составил 138.0 пунктов. Снижение мировых продовольственных цен связано с наступлением сезона сбора нового урожая в Северном полушарии, возобновлением экспорта из портов Украины. Однако текущий уровень цен все еще является высоким в сравнении с аналогичным периодом прошлого года (выше на 7.9%) и способствует дальнейшему усилению инфляционного фона. Кроме того, наблюдаемые неблагоприятные погодные условия несут в себе риски на стороне предложения продовольственных рынков, что также может стать причиной нового скачка цен.

Цена на нефть за июль снизилась на 7.4% и колебалась в среднем на уровне 97.4 долларов за баррель. Более значительное снижение нефтяных котировок ограничивали проблемы на стороне предложения.

Инфляция во всех странах-партнерах Казахстана превышает оптимальные для этих стран значения. В июле инфляция в России составила 15.9%, в ЕС – 9.8%, в Турции – 79.6%. В Китае потребительская инфляция показала рост до 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 августе 2022 года в среднем находился выше отметки 107.2 пунктов (в июле – 107.0). С начала года среднее значение индекса доллара составляет 101.7, что выше среднего показателя за последние 3 года (95.2) и **говорит о продолжающемся усилении давления со стороны доллара.**

Анализ пресс-релизов

Мы провели семантический анализ пресс-релиза НБРК «О повышении базовой ставки до 14.5%» от 25.07.2022 и заметили, что слово «инфляция» было использовано 24 раза, «рост» – 11, «цена» – 9, «годовой», «высокий», «июнь», «ставка» и «экономика» – по 7 раз, слово «США» - 6 раз. Наблюдается изменение частоты повторения ключевых слов. Например, если частота слова «рост» в прошлом пресс-релизе составила 2.33%, то в этот раз -1.63%. Стало чаще повторяться слово «инфляция»: в прошлом релизе частота составила 1.88%, в нынешнем - 2.08%. Частота слово «цена» сократилась на 0.35 п.п.

Таким образом, можно предположить, что **ключевыми факторами при утверждении новой базовой ставки стали темпы роста цен\инфляции и ставка ФРС США.**

Фраза/слово	Количество	Частота %
«инфляция»	24	2.08
«рост»	11	1.63
«цена»	9	1.34
«высокий»	7	1.04
«годовой»	7	1.04
«июнь»	7	1.04
«ставка»	7	1.04
«экономика»	7	1.04
«США»	6	0.89

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.**

- **Блок инфляции** – основной индикатор разбалансированности экономических политик, перегрева экономической активности и наличия избыточного спроса;
- **Блок монетарных условий** – опережающие факторы инфляции, интерпретация и замена фактора равновесной ставки в базовом уравнении Тейлора;
- **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.

- **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**.

© 2022 год, все права защищены.