

Қазақстан Республикасының
Қаржы нарығын реттеу және
дамыту агенттігі



Агентство Республики Казахстан
по регулированию и развитию
финансового рынка

Отчет GaR

Рост в условиях риска

I КВ 2024



Алматы, 2024



Об Отчете GaR

Отчет GaR содержит качественную оценку состояния внешних и внутренних макрофинансовых условий (сводный индекс FCI) развития экономики страны и их влияние на распределение условного роста ВВП Казахстана в кратко- и среднесрочной перспективе. Расчеты проводятся с использованием вероятностной модели Growth at Risk*, которая разработана по методологии Международного валютного фонда.

Сводный индекс FCI состоит из четырех субиндексов: индексы внутренних финансовых условий, долговой нагрузки, внешнего спроса и внешних финансовых условий. Для оценки влияния макрофинансовых условий на распределение условного роста ВВП применяется квантильная регрессия.

Также модель GaR используется Агентством в рамках разработки макрофинансовых сценариев для целей ежегодного надзорного стресс-тестирования банковского сектора.

Представленные в Отчете результаты распределения условного роста ВВП не являются официальными прогнозами Агентства по росту ВВП.

Отчет публикуется ежеквартально в электронной версии на официальном интернет-ресурсе Агентства на казахском и русском языках.

Оценка влияния макрофинансовых условий на экономический рост Казахстана подготовлена на основе доступной статистической информации по состоянию на 17.05.2024г. В динамике индексов за предыдущие кварталы возможны изменения в связи с уточнением данных и актуализацией списка показателей, необходимых для расчета индексов.

**С методологическим описанием модели Growth at Risk более подробно можно ознакомиться по ссылке:*

<https://www.gov.kz/memleket/entities/ardfm/documents/details/246028?lang=ru>

СПИСОК АББРЕВИАТУР

Агентство	Агентство Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка
ВВП	Валовой внутренний продукт
ДКП	Денежно-кредитная политика
ЕЦБ	Европейский центральный банк
МВФ	Международный валютный фонд
НБРК	Национальный банк Республики Казахстан
п.п.	Процентный пункт
ФРС	Федеральная резервная система
Юр. лица	Юридические лица
bbl	Баррель
FCI	Financial condition index
FAO	Food and Agriculture Organization
GaR	Probabilistic model of Growth at Risk
TONIA	Tenge overnight index average
USD/KZT	Обменный курс тенге к доллару США
VIX	CBOE Volatility Index

СОДЕРЖАНИЕ

- 1 Макрофинансовые события**
- 2 Индексы FCI**
 - Сводный индекс FCI
 - Внутренний FCI
 - Внешний FCI
 - Внешний спрос
 - Долговая нагрузка
- 3 Влияние FCI на распределение
условного роста экономики**
- 4 Распределение прогноза Правительства
и сценарный анализ**
- 5 Глобальный индекс финансовых
условий (МВФ)**
- 6 Основные выводы**

Макрофинансовые события

Более устойчивый рост и инфляция

Глобальная экономика

Ситуацию на внешних рынках в 1 кв. 2024 года в целом можно охарактеризовать как **благоприятную** благодаря оптимизму инвесторов относительно глобальной экономической активности и ожидаемого снижения процентных ставок в развитых странах. Глобальный индекс деловой активности **PMI** в марте т.г. составил **52,3**, увеличившись с 51,0 в декабре 2023г. При этом сохранилась тенденция на **дезинфляцию**, но более медленными темпами, чем ожидалось рынком. Годовая **инфляция** в США незначительно выросла с 3,4% в декабре 2023 года до **3,5%** в марте 2024 года, а в Еврозоне замедлилась с 2,9% до **2,4%**.

На фоне этого начало цикла снижения процентных ставок ФРС и ЕЦБ немного сдвинулось, но рынок находится в ожидании смягчения монетарных условий во втором полугодии текущего года. В 1 кв. 2024 года процентные ставки были оставлены без изменений на уровне **5,25%-5,5%** в США и **4,5%** в Еврозоне. Индекс доллара США за квартал вырос на 3,1% до 104,5.

На мировых товарных рынках наблюдалось снижение цен и ее волатильности. **Цена на нефть (Brent)** в 1 кв. 2024 года снизилась на 1,1% кв/кв до **83,1\$/bbl**, но остается высокой на фоне сохранения геополитической напряженности на Ближнем Востоке, а также более устойчивой динамики мировой экономики. Цены на **продовольственные товары (FAO)** снизились на **2,1%**.

Экономика Казахстана

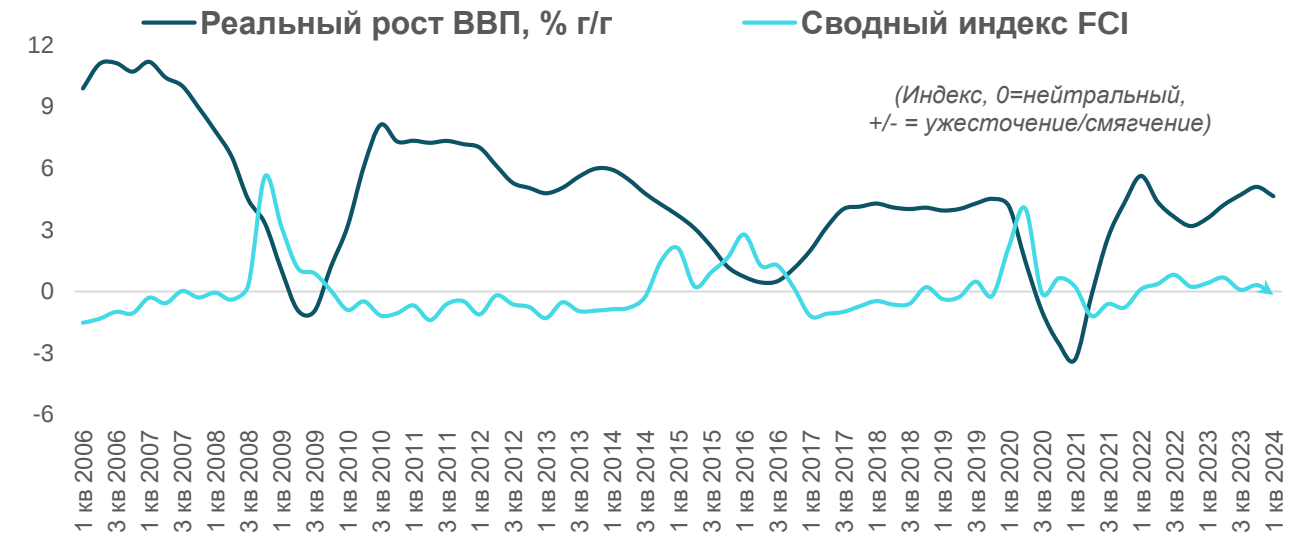
Рост годового ВВП Казахстана в 1 кв. 2024 года замедлился до **4,6% г/г** с 5,1% г/г в 4 кв. 2023 года. Это связано со снижением темпов роста сектора услуг, особенно торговли, а также падением производства и инвестиционной активности в нефтегазовом секторе.

Годовая **инфляция** продолжила замедляться и составила **9,1%** в марте 2024г., снизившись с 9,8% в декабре 2023 года. Это обусловлено снижением цен на продовольственные и непродовольственные товары, в т.ч. за счет укрепления реального курса тенге и ослабления внешнего инфляционного фона. При этом цены на платные услуги продолжили расти на фоне продолжения реформы в сфере ЖКХ. Инфляция отстывает, но остается высокой и выше таргета. В этой связи, монетарные условия сохраняются на уровне сдерживания (реальная базовая ставка в 1 кв. 2024г. – 5,65%).

Сводный индекс FCI

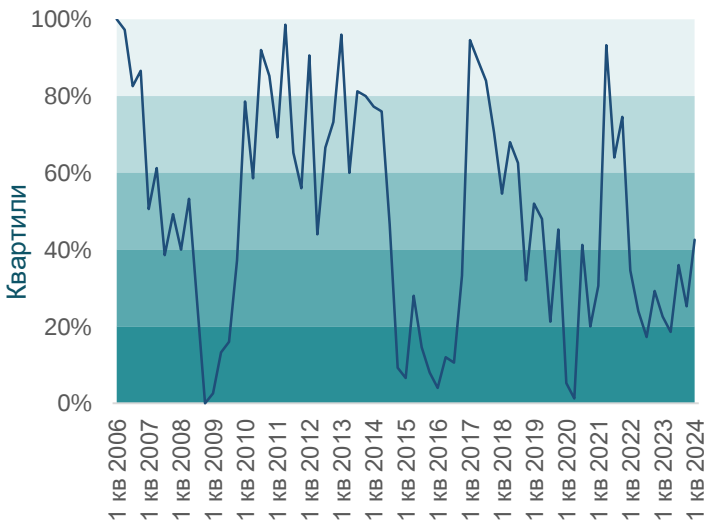
Улучшение макрофинансовых условий

В 1 кв. 2024 года сводный индекс FCI по сравнению с предыдущим кварталом снизился на 0,5 пункта до -0,2, что указывает на улучшение макрофинансовых условий благодаря смягчению внутренних и улучшению внешних условий.



Сводный индекс FCI отражает основные исторические изменения во внешних и внутренних макрофинансовых условиях развития экономики страны и состоит из 4-х субиндексов: внутренних и внешних финансовых условий, долговой нагрузки, внешнего спроса. **Положительное значение** сводного индекса указывает на более жесткие/ограничивающие условия. И, наоборот, **отрицательное значение** указывает на более благоприятные/смягчающие условия.

Текущие макрофинансовые условия заметно смягчились, но уровню жесткости в сравнении с историческими значениями все еще находятся выше средней (находятся в нижней части 3-го квартиля).



Цвет штриховки отображает **процентильный ранг** показателя сводного индекса FCI со 2 кв. 2005г. по 1 кв. 2024г. Верхний 5-й квартиль означает смягчение условий, а нижний 1-й квартиль - ужесточение условий.

Процентиль-ранг служит оценкой относительного положения значения в массиве. Для заданного значения вычисляется какой процент значений массива меньше или равен ему. Для минимального значения процентиль-ранг равен 0%, а для максимального - 100% (все значения массива меньше или равны ему).

Внутренний FCI

Смягчение условий



Индекс внутренних финансовых условий отражает динамику процентной ставки TONIA, инфляции, ставки по ипотечным займам и займам юр. лиц, роста денежной базы и уровня монетизации экономики.

Краткосрочные изменения

Индекс внутреннего FCI в 1 кв. 2024 года снизился на 0,6 пункта до 1,5, что указывает на смягчение внутренних финансовых условий. Это связано со снижением процентных ставок на денежном и кредитном рынках, а также замедлением роста годовой инфляции. Несмотря на смягчение условий, индекс внутреннего FCI все еще находится в положительной зоне, что свидетельствует о жесткости внутренних финансовых условий в стране.

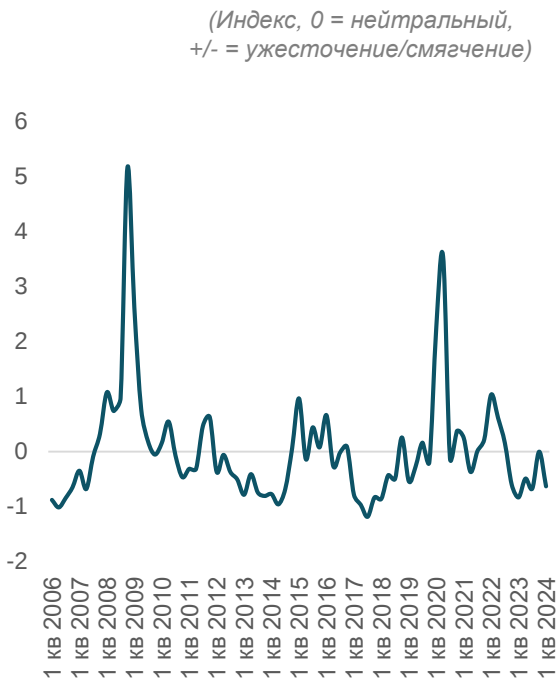
Долгосрочные тенденции

По динамике индекса внутреннего FCI с конца 2021 года наблюдался тренд на ужесточение внутренних финансовых условий. При этом динамика последних 3-х квартал указывает на изменение направления тренда в сторону смягчения условий.

	4 кв. 2023	1 кв. 2024	Изменение, п.п
Инфляция, %	9,8	9,1	-0,7
Ставка TONIA, %	15,7	14,9	-0,8
Ставка по кредитам в тенге юр. лиц, %	19,0	18,1	-0,9
Ставки по ипотечному кредитованию, %	11,33	11,26	-0,08
Денежная масса к ВВП, %	31,8	31,1	-0,7
Рост денежной базы, %	-2,8	19,6	22,4

Внешний FCI

Улучшение условий



Индекс внешних финансовых условий отражает стоимость кредитов на внешних рынках, динамику рынка облигаций США, волатильность фондового рынка и колебание цены на нефть.

Краткосрочные изменения

В 1 кв. 2024 года внешние финансовые условия по сравнению с предыдущим кварталом заметно улучшились. Индекс внешнего FCI за последний квартал снизился на 0,6 пункта до -0,63. Улучшение условий связано со снижением индекса «страха» VIX, волатильности цены на нефть, спреда доходности кратко- и долгосрочных облигаций США и ростом рынка акций при сохранении ставки ФРС.

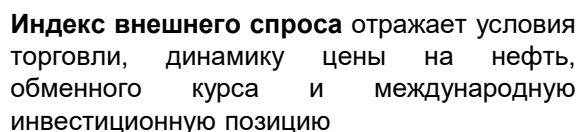
Долгосрочные тенденции

По динамике индекса внешних условий за последние 2 года наблюдается нисходящий тренд и его нахождение в отрицательной зоне. Это связано со снижением неопределенности и волатильности на мировых фондовых и товарных рынках. Ожидается сохранение данной тенденции в 2024-2025гг.

	4 кв. 2023	1 кв. 2024	Изменение, п.п
Ставка ФРС*, %	5,33	5,33	0,0
Индекс VIX	15,5	13,8	-1,7
Волатильность цены на нефть, %	19,0	11,3	-7,7
Спред доходности 10-л. и 2-л. облигаций США, п.п.	-0,4	-0,3	0,1

*Federal funds effective rate

Замедление улучшения условий



По итогам 1 кв. 2024 года индекс внешнего спроса по сравнению с предыдущим кварталом увеличился на 0,2 пункта, но остался в отрицательной зоне (-0,4), что указывает на замедление улучшения условий, связанных со внешним спросом. Это обусловлено ухудшением условий торговли на фоне укрепления обменного курса тенге, а также незначительным снижением цены на нефть.

Динамика индекса внешнего спроса с конца 2021 года показывает восходящую тенденцию с некоторым замедлением в конце 2023 года, что означает ослабление внешнего спроса, но спрос постепенно восстанавливается. При этом, ожидается дальнейшее укрепление внешнего спроса в 2024-2025гг.

*Оценка

Индекс долговой нагрузки

Сохранение условий



Индекс долговой нагрузки отражает динамику государственного долга, долга домашних хозяйств, роста кредитов юр. и физ. лицам, капитала к активам, взвешенным по рискам.

Краткосрочные изменения

В 1 кв. 2024 года индекс долговой нагрузки по сравнению с предыдущим кварталом снизился на 0,1 пункта до -0,5, что указывает на сохранение ситуации с долговой нагрузкой на уровне предыдущего квартала. Это связано со снижением уровня госдолга к ВВП и замедления роста корпоративного кредитования при росте долга домашних хозяйств к ВВП и ускорении годовых темпов роста кредитов физ. лицам по сравнению с уровнем предыдущего квартала.

Долгосрочные тенденции

По динамике индекса долговой нагрузки начиная с конца 2021 года наблюдается увеличение долговой нагрузки, особенно у домашних хозяйств. Это в основном обусловлено ростом кредитования физ. лиц.

	4 кв. 2023	1 кв. 2024	Изменение, п.п
Гос. долг к ВВП, %	22,5	22,2	-0,3
Долг домашних хозяйств к ВВП, %	15,3*	15,9*	0,5
Капитал к активам, взвешенным по риску	20,4*	20,9*	0,5
Темп роста кредитов юр. лицам, %	11,9	11,0	-0,9
Темп роста кредитов физ. лицам, %	28,9	31,4	2,5

*Оценка

Влияние FCI на распределение условного роста ВВП

Улучшение макрофинансовых условий повышает средний условный рост ВВП в краткосрочном периоде

По оценке смягчение внутренних финансовых условий и улучшение внешних условий в 1 кв. 2024 года могут привести к повышению условного среднего роста ВВП в краткосрочном периоде, но в среднесрочном периоде ожидается небольшое снижение. Так, через год увеличение условного среднего роста ВВП может составить **1,7 п.п.**, а в среднесрочном периоде – снижение на **0,7 п.п.**

Распределение условного роста ВВП

	Краткосрочный горизонт (h = 4)			Среднесрочный горизонт (h = 8)		
	Без учета 1 кв.2024	С учетом 1 кв.2024	Изм., п.п.	Без учета 1 кв.2024	С учетом 1 кв.2024	Изм., п.п.
Условная мода	1,8	2,9	1,1	3,9	3,3	-0,6
Условная медиана	1,8	3,2	1,4	3,8	3,2	-0,6
Условное среднее	1,8	3,5	1,7	3,8	3,1	-0,7
GaR5%	-0,7	1,4	2,1	2,0	1,3	-0,7
GaR10%	0,2	2,0	1,8	2,6	2,0	-0,7
Вероятность роста ниже 0	8,4%	1,5%	-6,9%	1,4%	2,1%	0,7%

С учетом данных по макрофинансовым условиям за 1 кв. 2024 года, в краткосрочной перспективе существует 5-и процентная вероятность (GaR5%) улучшения роста условного ВВП до 1,4%. С вероятностью 10% (GaR10%) в течение года ожидается увеличение условного роста ВВП до 2,0%.

В среднесрочном периоде с вероятностью 5% (GaR5%) можно ожидать снижение условного роста ВВП до 1,3%, GaR10% - до 2,0%.

На фоне улучшения макрофинансовых условий **вероятность** условного роста **ВВП ниже нуля** в течение года снизилась до **1,5%**. В среднесрочной перспективе вероятность отрицательного роста незначительно повысилась и составляет **2,1%**.

Распределение прогноза Правительства и сценарный анализ

Вероятность роста экономики ниже 6,0% в 2024 году составляет 80%

Согласно базовому прогнозу Правительства РК, в 2024-2025гг. рост ВВП составит **6,0%**.

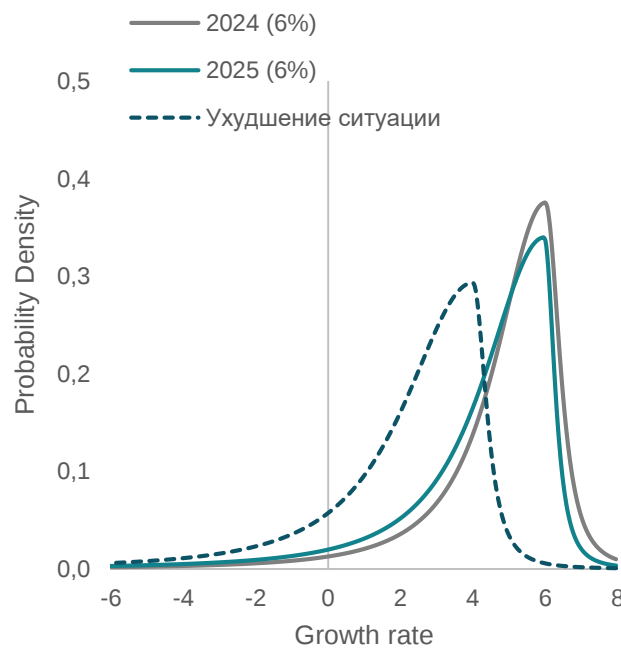
На основе модели GaR построены распределения базового прогноза Правительства по росту ВВП с учетом влияния текущих макрофинансовых условий. Основные метрики центральной тенденции построенных распределений прогнозного роста ВВП улучшились по сравнению с предыдущими оценками.

В частности, вероятность того, что темпы роста экономики будут ниже 6% в 2024-2025гг., оценивается на уровне **80%** и **94%**, соответственно. При этом медианное значение распределения базового прогнозного роста ВВП оценивается на уровне **5,1%** в 2024 году и **4,8%** в 2025 году.

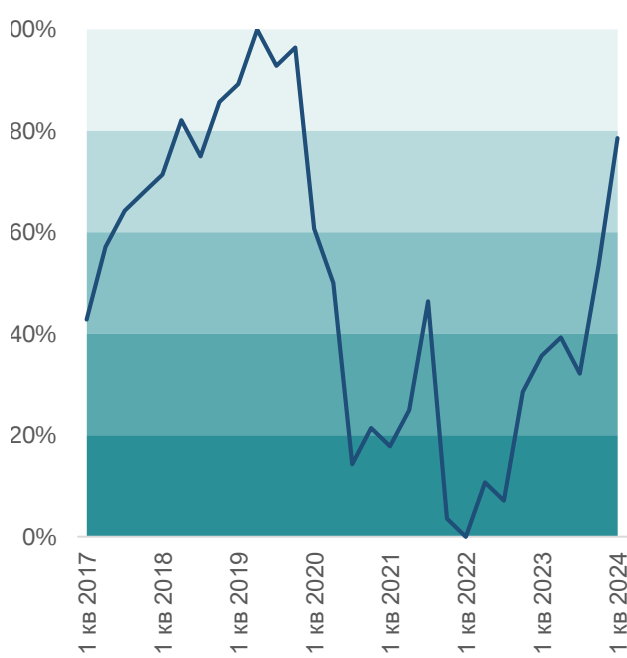
Если судить по основной метрике риска роста (GaR5%), в целом риски для перспектив сбалансированы (*текущее значение GaR5% в сравнении с историческими нормами улучшилось и находится в верхнем 4-ом квартиле*).

В 2024 году в случае ухудшения ситуации (*повышение неопределенности в мировой экономике, снижение цены на нефть и курса тенге*), медианный рост ВВП может замедлиться до **2,8%**.

Распределение
прогнозного роста ВВП



Прогноз GaR5% до года
(Процентильный ранг)

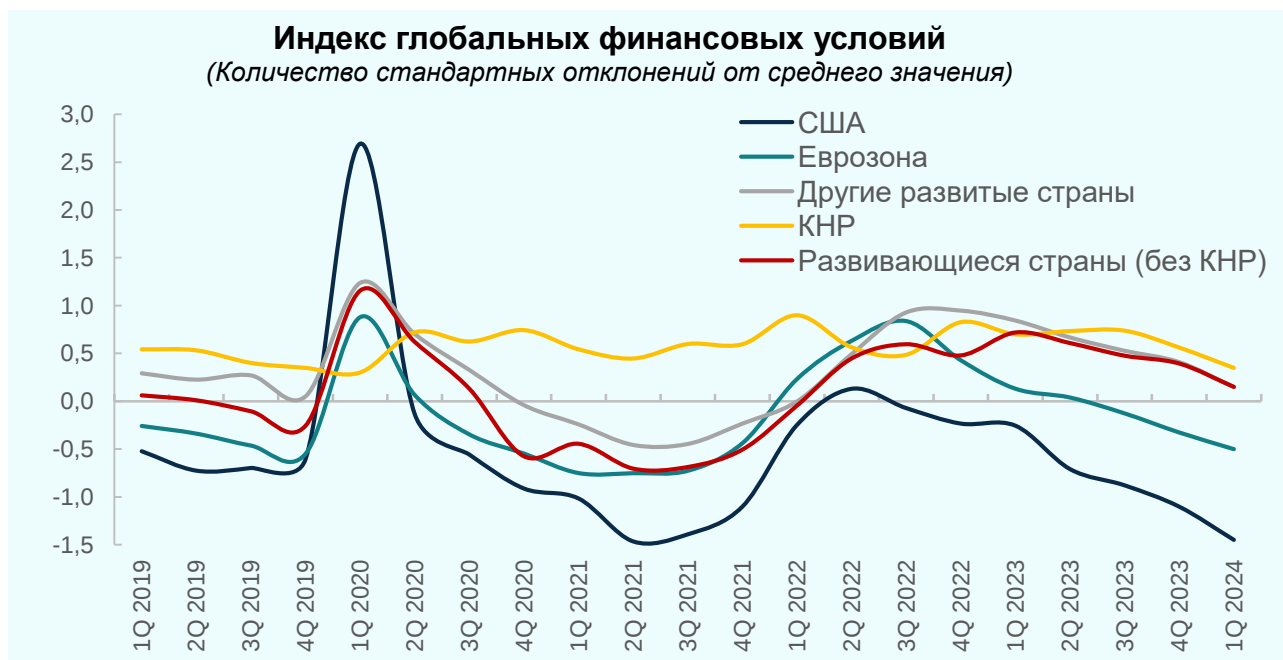


Глобальный индекс финансовых условий (МВФ)

Финансовые условия улучшились, но стандарты банковского кредитования ужесточились в некоторых странах

Согласно расчетам МВФ*, в 1 кв. 2024 года глобальные финансовые условия **смягчились**, особенно в странах с развитой экономикой. Это было обусловлено оптимизмом инвесторов относительно «мягкой посадки», более низкой долгосрочной доходности и роста на рынках акций и корпоративных облигаций. На развивающихся рынках умеренная волатильность обменных курсов привела к снижению стоимости внешнего финансового риска, что также смягчило финансовые условия. В Китае условия немного смягчились, но остаются жесткими из-за проблем роста и сектора недвижимости.

При этом МВФ отмечает, что стандарты банковского кредитования ужесточались с 2022 года, особенно в развитых странах, из-за опасений ухудшения профилей рисков заемщиков, ожиданий экономического спада. Это может привести к спаду кредитования. При этом рост спроса на кредиты и надежность банковского сектора смягчают влияние стандартов кредитования на рост кредитования.



* IMF GSFR, April 2024

** Индекс глобальных финансовых условий МВФ состоит из трех субиндексов:

- (1) внутренняя цена риска (спреды риска, доходность активов и волатильность цен);
- (2) кредитные агрегаты (леверидж и рост кредита) и
- (3) внешние условия (глобальные настроения к риску, цены на сырье и обменные курсы)

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ

В 1 кв. 2024 года ситуация на внешних рынках характеризовалась как **благоприятная**. Сохранился оптимизм инвесторов касательно устойчивости глобального роста. На рынках акций и корпоративных облигаций продолжился рост. Глобальная инфляция замедляется, но более медленными темпами. По оценкам МВФ, глобальные финансовые условия в 1 кв. 2024 года улучшились, краткосрочные риски финансовой стабильности отступили, однако стандарты банковского кредитования ужесточились. При этом геополитические риски для глобального роста и инфляции остаются высокими, особенно на Ближнем Востоке. Указанные внешние условия в купе с внутренними факторами в 1 кв. 2024 года оказали положительное влияние на макрофинансовые условия и ожидаемый краткосрочный рост в Казахстане.

Сводный **индекс FCI** в 1 кв. 2024 года снизился с 0,3 п. до -0,2 п. (стал отрицательным впервые с 4 кв. 2021 года), указывая на **смягчение макрофинансовых условий** по сравнению с предыдущим кварталом. В разрезе субиндексов FCI улучшение демонстрировали индексы внешних и внутренних финансовых условий. При этом изменение индекса внешнего спроса указывает на замедление улучшения условий, долговой нагрузки – на сохранение условий.

Согласно оценкам модели GaR, улучшение макрофинансовых условий в 1 кв. 2024 года повышает средний условный рост ВВП Казахстана в краткосрочном периоде, но в среднесрочном периоде ожидается небольшое снижение. При этом вероятность того, что темпы роста ВВП будут ниже прогнозируемых Правительством **6%** в 2024-2025 гг., оценивается на уровне **80%** и **94%** соответственно.

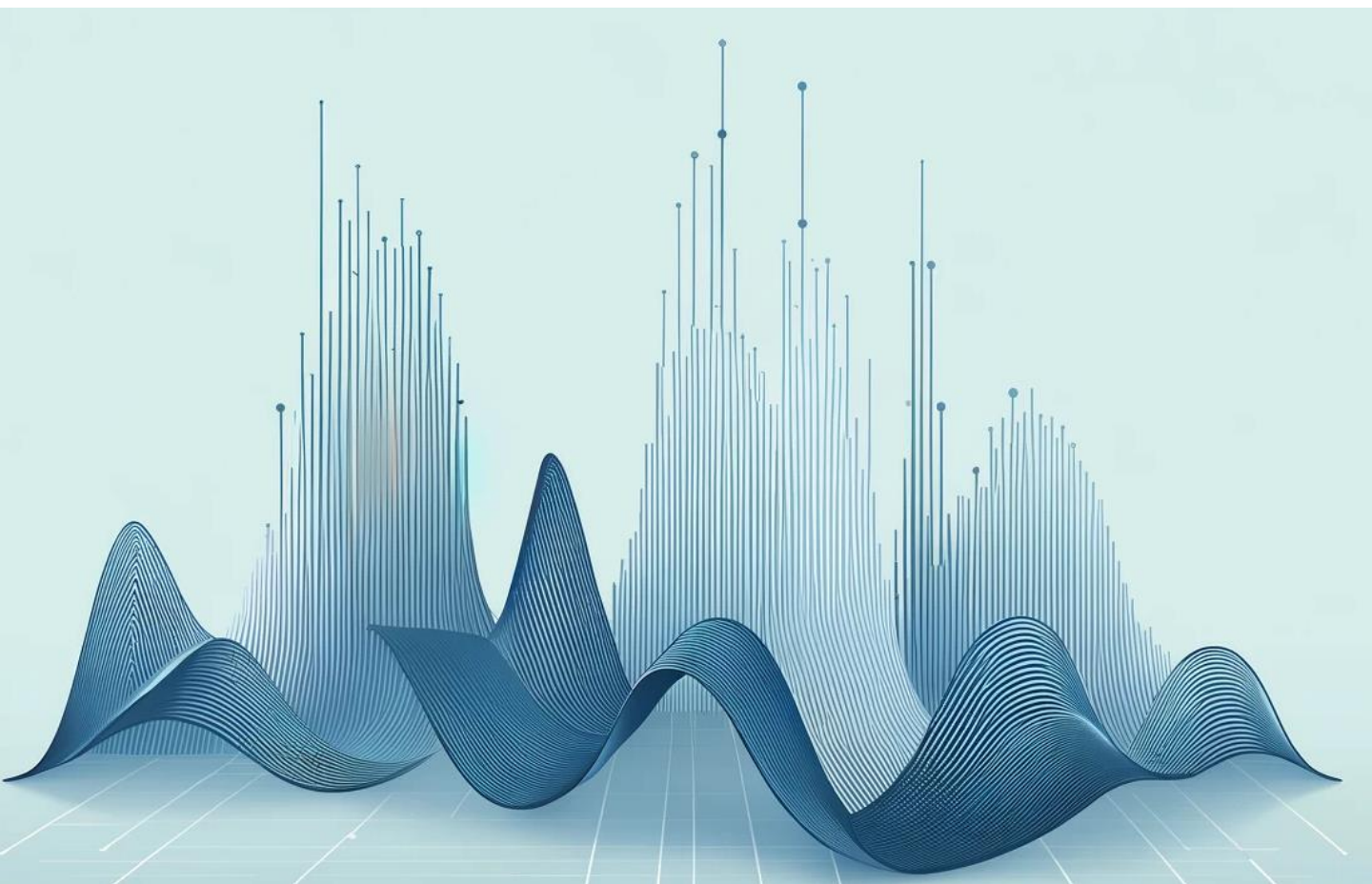
Краткосрочные риски для экономического роста снизились, а среднесрочные риски несколько повысились.

В этой связи, **монетарная политика** должна оставаться **осмотрительной**, но существует возможность для перехода к более нейтральной политике при дальнейшем замедлении инфляции. **Фискальная политика** должна быть направлена на решение вопроса **сбалансированности бюджета**, в т.ч. растущего давления от расходов по обслуживанию госдолга.

Необходимо больше усилий в отношении **структурной политики** для улучшения долгосрочного роста.

Отчет GaR

Рост в условиях риска



Управление внешних коммуникаций Агентства:
+7 (727) 2371089, press@finreg.kz

Алматы, 2024