



Платежный баланс и обменный курс

Краткое содержание

Казахстан, как один из крупных участников на мировом нефтяном рынке, сильно зависит от доходов сектора нефти и газа. Экспорт черного золота занимает более половины от общего экспорта, добыча нефти составляет около 15% от ВВП, а нефтяные доходы консолидированного бюджета составляют около 35%. Столь высокая зависимость страны от цен на нефть является фактором риска резкого ухудшения внешних счетов, замедления экономического роста и увеличения дефицита бюджета.

В течение последних 20 лет цены на нефть прошли почти два полных цикла роста и падения (2008, 2014). Большую часть этого периода курс тенге по отношению к доллару фиксировался, в результате чего вслед за динамикой цен на нефть он претерпел 3 резких обесценения. При фиксированном курсе тенге обесценение тенге в ответ на внешние шоки является единственным быстрым решением для поддержки и восстановления экономического роста.

Режим фиксированного и управляемого курса фактически просуществовал с 2000 по 2015 год и чередовался проведением одномоментных девальваций. Колебания курса внутри узкого коридора обеспечивали предсказуемость и стабильность. Данный режим был выгоден для импортеров, способствовал притоку капитала в виде иностранных инвестиций. В стерилизации излишнего притока валюты в благоприятных условиях важную роль играло накопление активов Национального Фонда (далее - НФ) и резервов Национального банка (далее - НБРК). Основными факторами проведения резких девальваций с 2000 года были падение цен на основные экспортные товары страны (нефть и металлы) и существенное увеличение импорта, финансируемое активными фискальными тратами и притоком прямых инвестиций.

Формально режим свободного плавания тенге был введен еще в 1999 году, тогда также была проведена девальвация с 84 до 138 тенге за доллар. Национальная валюта продолжала слабеть до 155 тенге в течение 2000-2002 гг на фоне стабильно невысоких цен на нефть, а политика обменного курса была ориентирована прежде всего на недопущение реального укрепления тенге (недопущение снижения конкурентоспособности экспорта) из-за более высокой инфляции в стране.

Следующий период с 2003 по 2006 гг. характеризовался укреплением тенге до 120 тенге в результате значительного профицита по платежному балансу: как по текущему, так и по финансовому счету. Резкий рост цен на нефть и приток частных инвестиций (в том числе активное банковское заимствование) осложняли проведение стерилизованных интервенций регулятора и сохранение контролируемой инфляции. Видимо рыночные факторы курсообразования в тот период оказались сильнее политики НБРК и произошла небольшая ревальвация тенге.

Следующие два периода характеризовались фиксированием национальной валюты в рамках коридора и резкими обесценениями. При этом для корректировки обменного курса в 2009 и 2014 гг. были разные причины. В 2009 году отказ от поддержки курса на уровне 120 и его ослабление до 150 тенге были вызваны прежде всего кризисом на рынке капитала (прекращение притока новых и возврат старых долговых обязательств) и снижением цен на нефть. Вторая девальвация до 185 тенге в 2014 году произошла на фоне прироста импорта товаров и услуг из-за увеличившихся фискальных затрат и притока прямых инвестиций. Рост государственных расходов (2010-2014 гг) и недостаточная стерилизация валюты стали причиной инфляционного навеса, укрепления тенге в реальном выражении и его переоцененности. Бюджетные траты стимулировали импорт и ухудшение текущего счета и ускоряли инфляцию. В результате, несмотря на благоприятную ценовую конъюнктуру, средства НФ активно использовались на покрытие дефицита бюджета, что не совпадало с контрциклической политикой НФ.

После девальвации в начале 2014 года резкое падение цен на нефть к концу года вновь стало оказывать давление на тенге в сторону ослабления. Уже в ноябре 2014 года в России объявили о переводе рубля в свободное плавание в связи с изменившимися внешними условиями. Запоздалая реакция регулятора в Казахстане и поддержка курса тенге вплоть до августа 2015 года вылилась в рекордное снижение консолидированных валютных резервов страны примерно на \$20 млрд (из резервов мы исключили активы, связанные с валютными обязательствами НБРК перед банками, поскольку не считаем их полноценными валютными резервами страны).

Таким образом, мы считаем, что фиксированный курс тенге оправдывает себя в условиях благоприятной внешней конъюнктуры при эффективном механизме поглощения и стерилизации излишков поступающей валюты. Своевременная реакция регулятора на неблагоприятное изменение условий на рынке также является важным фактором для недопущения накопления дисбаланса во внешней торговле и установления справедливого обменного курса. Обеспечение стабильного курса тенге становится экономически нецелесообразным (истощение резервов, замедление экономического роста) в условиях ухудшения фундаментальных факторов.

Поэтому, на наш взгляд, отказ от фиксированного курса, переход к свободно плавающему курсу в 2015 году стали важным решением для сглаживания внешних шоков. Повышение гибкости валютного курса и независимая монетарная политика позволяют уменьшить влияние будущих резких изменений на внешних рынках и автоматически отвечать на дисбалансы в платежном балансе.

На данном этапе перед регулятором стоят задачи расширения влияния процентного канала регулятора на долгосрочные ожидания участников рынка, сохранение приверженности свободному плаванию тенге и продолжение политики по обеспечению стабильности цен. По прошествии 2-х лет с перехода к политике инфляционного таргетирования регулирование ставок на денежном рынке с помощью базовой ставки и формирование свободного курса тенге позволили снизить уровень долларизации.

В данном отчете для определения равновесного курса мы рассмотрели достижение уравновешенности текущего счета (внешний баланс) и сальдо сбережений и инвестиций (внутренний баланс). При дефицитном текущем счете возникает ситуация, когда страна живет не по средствам – инвестиции превышают сбережения. При этом состоятельность дефицита может оправдывать его стабильное финансирование, в виде притока капитала (инвестиций) в страну на фоне благоприятного климата, привлекающего инвесторов. Таким образом, сбалансированность платёжного баланса определяет состоятельность экономики и устойчивость национальной валюты.

Согласно нашим расчетам, обоснованный уровень дефицита текущего счета оценивается в 2% при стабильном притоке прямых инвестиций на уровне 4.2% от ВВП (среднее за последние 5 лет). При таком уровне инвестиций потребность во внешнем финансировании торговых операций в текущем счете отсутствует (внешний долг на неизменном уровне).

Мы также провели расчет равновесного курса через оценку тренда реального эффективного курса тенге, исключая цикличность (т.е. реализация внешних и внутренних шоков). В результате, текущий номинальный курс совпадает с уровнем исторического тренда, т.е. существенной переоценённости/недооценки курса не происходит.

Таким образом, мы полагаем, что равновесный уровень национальной валюты составляет около 335-340 тенге.

Другим фактором, оказывающим сильное влияние на динамику тенге через платежный баланс, является курс рубля к доллару. Рассматривая динамику курса тенге и рубля к доллару, заметно, что связь между двумя переменными сильнее, чем зависимость тенге от цен на нефть. Тенге традиционно склонен к обесценению при их падении, однако значительного укрепления при росте стоимости черного золота не происходит. Также национальная валюта позже реагирует на резкое ухудшение условий торговли, а регулятор в первое время поддерживает курс интервенциями.

Тем не менее, достаточно высокая связь курсов валют тенге и рубля возможно вызвана большой долей товарооборота между двумя странами, который оказывает непосредственное влияние на общий платежный баланс страны. Помимо этого, значительную роль играет общая схожесть экономик. Мы также выявили долгосрочную линейную связь (коинтеграцию) между курсами рубля и тенге к доллару, что говорит о сохранении равновесного отношения друг с другом. То есть, несмотря на внешние шоки (падение цен на нефть), существующая зависимость сводит к взаимосвязанному изменению в обеих валютах. Долгосрочная эластичность согласно модели почти на уровне 1:1, краткосрочная эластичность на уровне 0.3, при этом курс тенге возвращается к своему равновесному уровню в течение 7 кварталов (коэффициент коррекции ошибок -0.14) после шоковых изменений курса рубля к доллару.

Режимы валютного курса в Казахстане

Казахстан, как один из крупных участников на мировом нефтяном рынке, сильно зависит от доходов сектора нефти и газа. Экспорт черного золота занимает более половины от общего экспорта, добыча нефти составляет около 15% от ВВП, а нефтяные доходы консолидированного бюджета составляют около 35%. Столь высокая зависимость страны от цен на нефть является фактором риска резкого ухудшения внешних счетов, замедления экономического роста и увеличения дефицита бюджета.

Рассмотрим период последних 20 лет – за данное время цены на нефть прошли почти два полных цикла роста и падения, страна испытала последствия двух мировых кризисов (рис.1). Курс национальной валюты вслед за динамикой цен на нефть претерпел 3 резких обесценения. Волатильность внешних рынков, от которых страна достаточно сильно зависима, проявляется в смене валютной политики и корректировках курса особенно в период неблагоприятных цен на нефть. Таким образом, политика обесценения тенге в ответ на внешние шоки остается единственным быстрым решением для поддержки и восстановления экономического роста. За весь рассматриваемый период валютный режим национальной валюты можно охарактеризовать как чередование управляемого плавания и фиксации в рамках коридора.

В целом, динамику национальной валюты с 2003 года можно разделить на 4 периода:

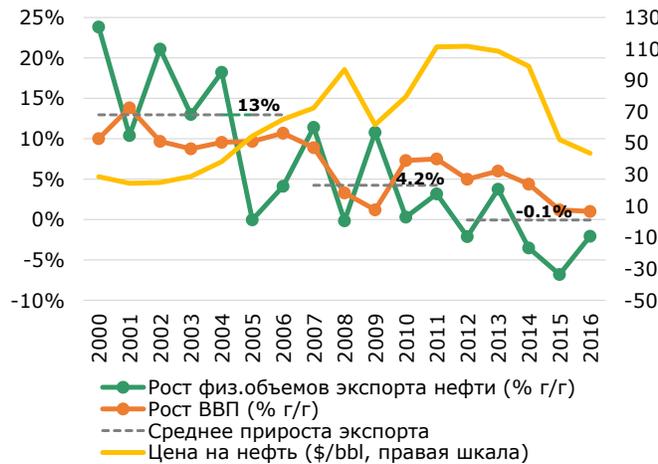
- 1) введение политики свободного плавания тенге в 1999 году, обесценение тенге со 138 тенге до 150-155 тенге;
- 2) укрепление тенге с 2003 года по первую половину 2007, с уровня 150-155 до 120-125 тенге за доллар;
- 3) периоды резких корректировок курса и стабилизации национальной валюты в рамках определенного коридора:
 - а) со второй половины 2007 по 2008 (на уровне 120-125 тенге), девальвация в феврале 2009 (на 24% до 150 тенге);
 - б) с конца 2009 по 2013 год (на уровне 150-155 тенге), девальвация в феврале 2014 (на 13% до 185 тенге);
- 4) период перехода к инфляционному таргетированию и свободному плаванию – вторая половина 2015 – 2018 годы, когда курс валюты обесценился на 36% (с 188 до 255 тенге), затем продолжил падение до максимума в 384 тенге в начале 2016 года.

Введение свободного курса тенге в 1999г. – период ослабления до конца 2002г.

Негативными последствиями финансового кризиса в России и девальвации рубля в 1998 году для Казахстана стали укрепление тенге в реальном выражении, снижение конкурентоспособности экспорта страны. Кроме того, девальвационные ожидания создавали повышенный спрос на иностранную валюту, ускоряя сокращение резервов НБРК. Для стабилизации ситуации на рынке, в 1999 году регулятором было объявлено об отказе поддержки курса национальной валюты, переход к свободному плаванию: тенге обесценился с 84 до 138 тенге.

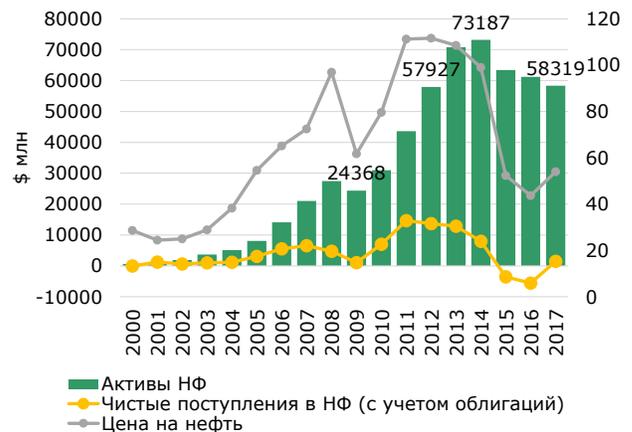
В целом, после того, как цена на нефть в 1998 году достигла исторического минимума в \$13/баррель и были пройдены самые нижние точки развития, в последующие годы в стране произошел разворот цикла деловой активности: с 1999 по 2007 начался бурный экономический подъем: средний ежегодный темп прироста ВВП составлял около 10%. Нарастивание добычи и экспорта нефти (в среднем увеличивался на 13% за год), восстановление цены на нефть с 2003 года (увеличилась вдвое с \$29 в 2003 году до \$72 в 2007 году), приток прямых иностранных инвестиций (в среднем около 9% от ВВП) стали основными факторами активного роста экономики (рис.1).

Рис.1. Увеличение экспорта нефти обеспечивает рост ВВП



Источник: КС МНЭ, расчеты Halyk Finance

Рис.2. Валютные активы НФ и чистые поступления от нефтяного сектора (без учета инвестиционного дохода)



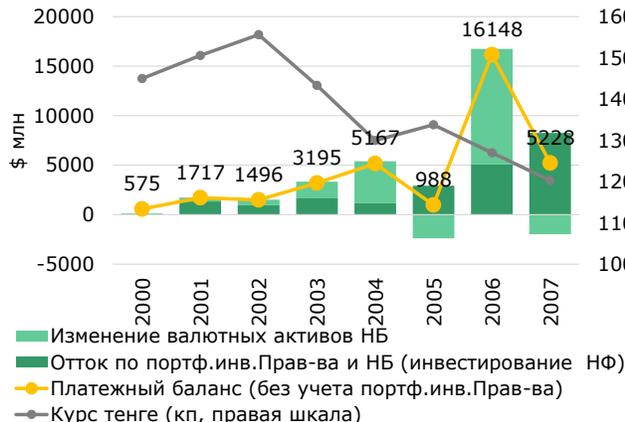
Источник: МинФин, расчеты Halyk Finance

В 2000 году в стране был создан Национальный фонд для обеспечения сбережения финансовых ресурсов (сберегательная функция) и уменьшения зависимости бюджета от внешних условий (стабилизационная функция). До 2006 года основными источниками поступлений НФ были сверхплановые и плановые (10%) платежи компаний, определяемых Правительством, таким образом, происходила также стерилизация излишнего притока валюты (рис.2).

Объем валютных средств НФ к концу 2002 года вырос в три раза с \$600 млн до \$1915 млн: увеличившаяся выручка экспортеров инвестировалась в иностранные активы, что отражалось на ежегодном оттоке портфельных инвестиций НБРК и Правительства в финансовом счете платежного баланса. Положительно складывающийся платежный баланс также способствовал тому, что НБРК нарастил резервы в свободно-конвертируемой валюте (далее – СКВ): с 2000 к концу 2002 года увеличение составило \$1 млрд. Таким образом, за счет значительного ежегодного прироста экспорта излишний приток валюты активно стерилизовался уже с помощью двух путей – наращивание валютных активов НБРК и НФ (рис.3).

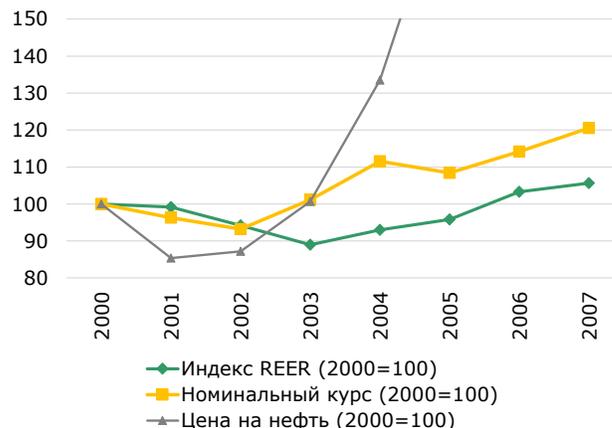
При этом политика регулятора была направлена в большей степени на недопущение реального укрепления тенге, которое достигалось с помощью номинального ослабления национальной валюты. Активная скупка валюты НБРК с помощью интервенций способствовала ослаблению тенге в данный период, курс к началу 2003 года тенге достиг 155 тенге.

Рис.3. Приток валюты по платежному балансу стерилизуется наращиванием валютных активов НФ и НБРК



Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

Рис.4. Индекс номинального и реального курса



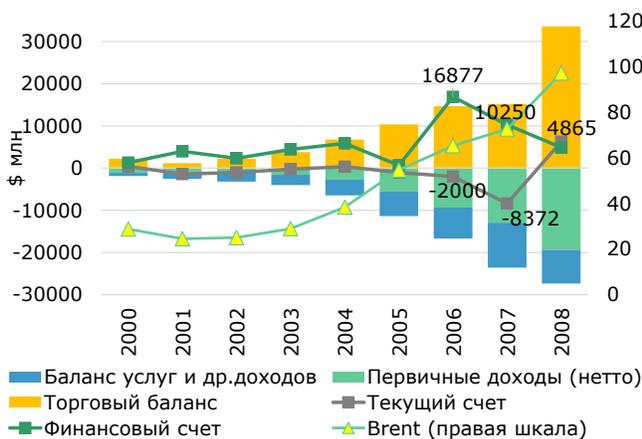
Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

Период укрепления тенге в 2003-1П2007гг.

Уверенный подъем цен на нефть, начавшийся в 2003 году, также совпал с началом укрепления национальной валюты: со 155 до 120 к концу 2007 года.

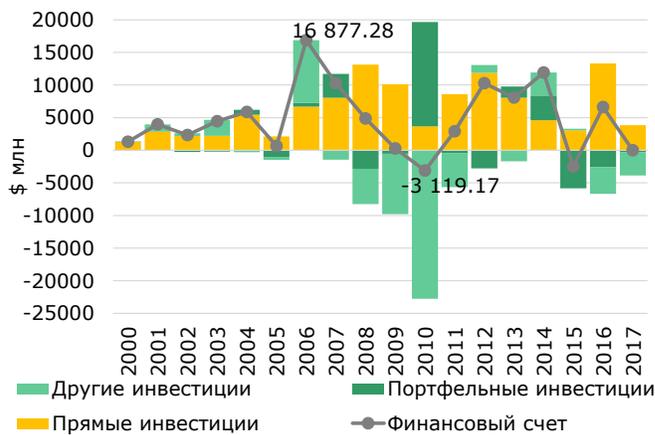
В данный период торговый баланс ежегодно увеличивался почти в полтора раза. Со стороны финансового счета наблюдался значительный приток прямых инвестиций в страну на фоне роста привлекательности нефтегазовых проектов (почти в 4 раза до \$8 млрд к 2007 году), а также увеличения внешних заимствований банков. В 2006 году банки заняли на международных рынках рекордные \$15.7 млрд (рис. 5-6).

Рис.5. Увеличение торгового баланса и притока по финансовому счету в 2003-2006гг



Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

Рис.6. Приток по финансовому счету поддерживается в основном прямыми инвестициями, в 2006 году – рекордный приток из-за заимствований банков, в 2010 – операции по замене эмитента еврооблигаций банков



Источник: НБРК (инвестиции на нетто-основе), расчеты Halyk Finance

Таким образом, значительно возросший избыток иностранной валюты на рынке, приходящий как по финансовым операциям, и отчасти за счет роста экспорта создал условия для укрепления тенге

в 2003-2007 гг. увеличение экспортной выручки продолжало изыматься инвестированием в зарубежные активы средств НФ. Однако проведение стерилизованных валютных интервенций регулятором все больше осложнялось притоком заимствованных на зарубежных рынках средств банками, что в свою очередь стимулировало рост инфляции.

В результате, НБРК в данных условиях видимо признал неизбежность укрепления тенге и выбрал более гибкую валютную политику для возвращения экономики в дезинфляцию. Номинальное укрепление национальной валюты позволяло удерживать рост цен в управляемом коридоре.

При этом регулятор подтвердил приверженность обеспечивать низкий уровень инфляции и сглаживать риски давления на тенге в сторону ослабления в 2005 году, когда по платежному балансу страны наблюдался недостаток валюты (отрицательный баланс в 2005 году сложился в размере \$2млрд). Несмотря на увеличение экспорта, прирост импорта, а также возросшие выплаты иностранным инвесторам увеличили отток валютных средств, в результате чего дефицит финансировался продажей валюты НБРК. Валютные активы НБРК впервые с 2000 года показали снижение на \$2.4 млрд. Однако массивный приток валюты по финансовому счету уже в следующем году перекрыл негативные тенденции текущего счета.

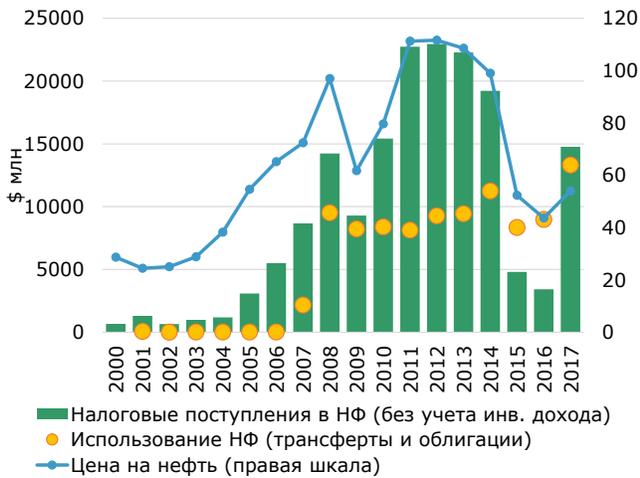
По платежному балансу в 2006 году, если не учитывать отток по портфельным инвестициям Правительства и НБРК (что в большей части представляет собой инвестирование средств НФ), приток валюты составил рекордные \$16 млрд. Из них около \$5 млрд было стерилизовано НФ, более \$11 млрд было направлено на пополнение резервов НБРК (рис.3).

Таким образом, в период укрепления тенге на фоне роста цен на нефть стерилизация увеличившейся экспортной выручки происходила в полной мере. Однако дополнительным фактором, который вызвал необходимость перехода к более гибкому изменению валюты в сторону укрепления, стал приток частного иностранного капитала (другие инвестиции в финансовом счете) в банковский сектор. Увеличение нестерилизованных интервенций НБРК, рост государственных расходов создавали риски ускорения инфляции. Отчасти регулятор не препятствовал укреплению тенге в 2003-2006гг в качестве одной из мер контроля роста цен.

Период неявного коридора колебаний тенге 120+/-2% и девальвация

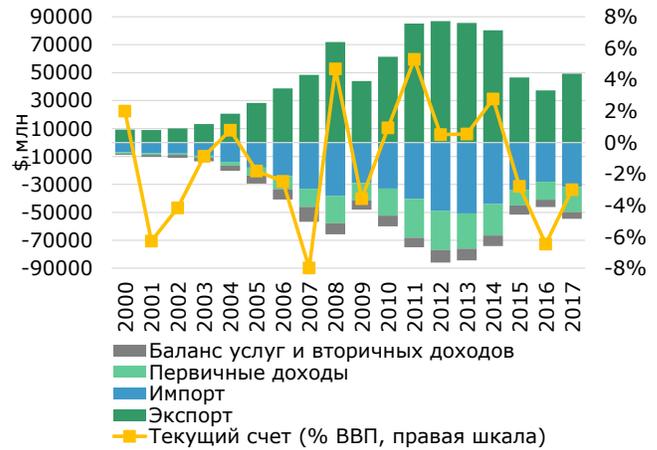
Период со 2П2007 года характеризовался наступлением мирового финансового кризиса. Ужесточение условий на рынке капитала обусловило закрытие доступа к внешним заимствованиям, рост импорта и репатриация прибыли в пользу иностранных инвесторов ослабляли профицит текущего счета (рис.8). Тем временем, на фоне зарождавшегося кризиса на рынке капитала приток валюты по финансовому счету со стороны частных инвестиций (другие инвестиции в платежном балансе) резко сократился (рис.6, банки производили выплаты по долговым обязательствам, рефинансирование на международных рынках стало недоступным).

Рис.7. Увеличение использования средств НФ отчасти простимулировало...



Источник: МинФин, расчеты Halyk Finance

Рис.8. ...рост импорта в 2007-2008гг

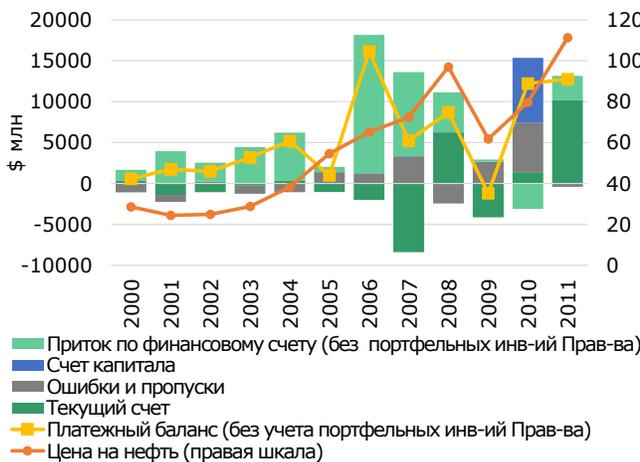


Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

В данных условиях отказ от ослабления национальной валюты и поддержание его на уровне 120 тенге вышло на первый план, вызывая девальвационные ожидания населения. Тогда, ценой стабилизации тенге стало использование резервов НБРК в размере \$6 млрд (25% от ЗВР, золотовалютных резервов) во втором полугодии 2007 года.

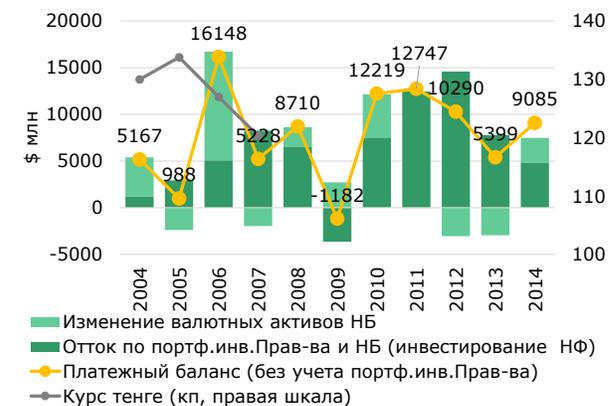
В течение 1П2008 высокие цены на нефть способствовали увеличению экспортной выручки, часть которой стерилизовалась инвестированием активов за рубежом, а также наращиванием активов НБРК в СКВ (рис.10). Однако в связи со скорым падением цен на черное золото (до \$40 к концу 2008 года) и ослаблением рубля давление на ослабление тенге значительно возросло. Согласно заявлениям НБРК, регулятор потратил с октября 2008 по январь 2009 года около \$6 млрд (включая \$2.7 млрд в январе 2009 года). Осложнял ситуацию также рекордный незарегистрированный отток капитала (ошибки и пропуски) в размере \$2.4 млрд (1.8% от ВВП) (рис.9). Меры на поддержание стабильного курса увеличивались и стали угрожать сохранности резервов. В начале февраля 2009 года НБРК объявил о переходе на новый уровень обменного курса в коридоре 150 тенге +/-3%.

Рис.9. Снижение притока по финансовому счету и ухудшение текущего счета в 2007 году создавали давление в сторону ослабления...



Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

Рис.10. ... однако высокие цены на нефть в течение 1П2008 года поддерживали профицит по платежному балансу, который стерилизовался через инвестирование средств НФ



Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

Отметим, что согласно динамике резервов НБРК в СКВ, снижение резервов было почти в два раза меньше – на \$3.3 млрд за период со 2П2008 по январь 2009 года. Данные несоответствия между динамикой валютных резервов НБРК и размером интервенций возможно связаны с операциями по конвертации трансфертов или проведением операций своп с банками, другими валютными обязательствами перед банками (рис.11). Впервые в 2008 году были выделены значительные средства на поддержку экономики: первый целевой трансферт – около \$5 млрд на увеличение уставного капитала Самрук-Казына, гарантированный трансферт в бюджет был также увеличен до \$3.85 млрд. Продолжение Антикризисной программы государства обусловило активное использование средств НФ и рост бюджетных расходов (рис.7).

Рис.11. Международные резервы

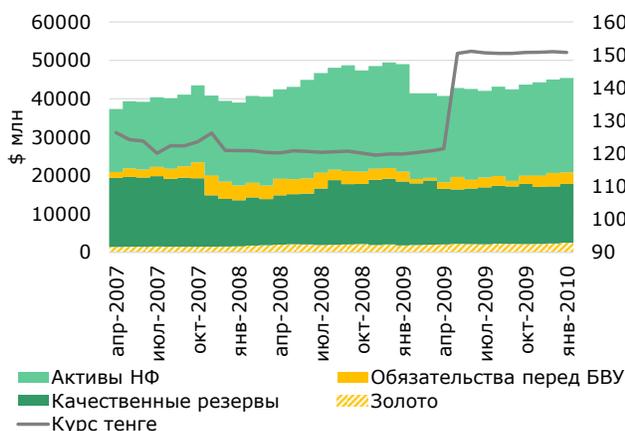
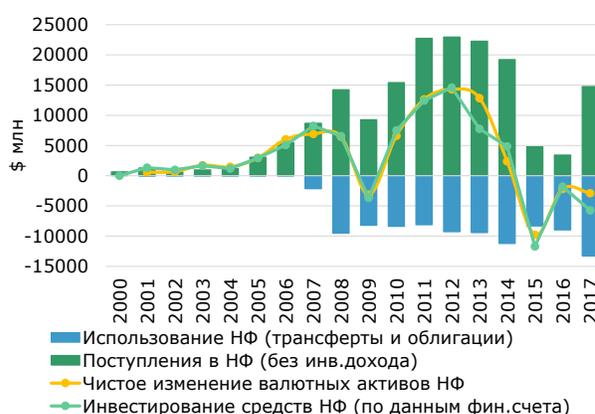


Рис.12. Чистые поступления в НФ (рассчитано по курсу на конец периода)



Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

Судя по портфельным инвестициям Правительства и НБРК с начала основания фонда вплоть до 2007 года, практически вся сумма валовых налоговых поступлений от нефтяного сектора инвестировалась за рубеж, полностью выполняя функцию стерилизации чрезмерного притока валютной выручки (рис.12). В 2008 году, в связи с необходимостью резкого увеличения расходов, уровень инвестирования уже был примерно соразмерен чистым поступлениям (с учетом вычета трансфертов). В 2009 году на фоне продолжения экспансивной фискальной политики валютные активы снизились на \$3 млрд, впервые после непрерывного ежегодного роста. По портфельным инвестициям Правительства и НБРК также отток сменился притоком в финансовом счете платежного баланса. Без учета данных средств по платежному балансу сложился дефицит в \$1.2 млрд в 2009 году (рис.10).

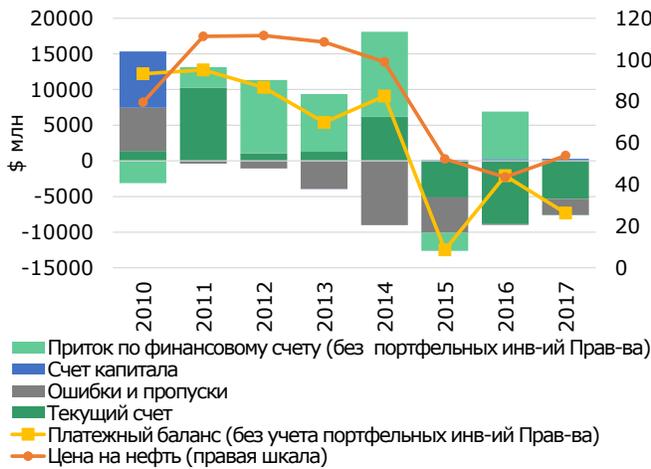
Таким образом, НБРК прилагал значительные усилия по поддержанию курса тенге, который в 2007 по 2008 фактически был фиксированным в неявном коридоре в пределах 120 тенге +/-2%. Необходимость корректировки курса в новых неблагоприятных макроэкономических условиях стала неизбежной. В целом, основными причинами девальвации в феврале 2009 года стали резкое падение цен на нефть (более, чем в три раза со \$132 до \$43 в 2008 году), остановка притока заемных средств и выплаты долгов по финансовому счету и, как следствие риска дефицита платежного баланса – истощение резервов на поддержание курса.

Период коридора колебаний тенге 150+/-3% (+10/-15%) и девальвация

С возобновлением роста цен на черное золото уже в 2010 году, текущий счет в 2010-2014 вернулся к профициту. По платежному балансу, если не учитывать портфельные инвестиции НБРК и Правительства (что мы связываем с инвестированием средств НФ), почти ежегодно складывался профицит в \$10 млрд (рис.13).

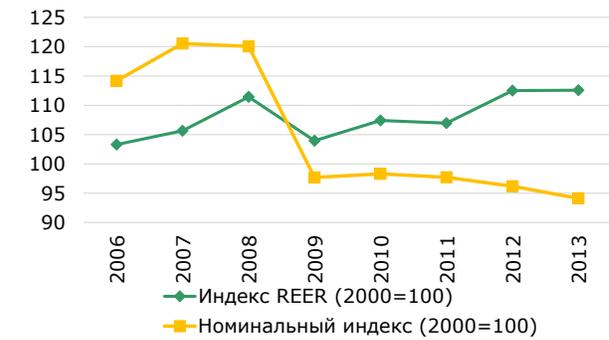
Однако отметим, что избыток валюты лишь отчасти стерилизовался наращиванием валютных активов НФ, которые достигли пика в 2014 году - \$73 млрд. Чистые поступления за вычетом массивных трансфертов инвестировались в зарубежные активы (рис.12, в среднем с 2010-2014 около \$9.5 млрд).

Рис.13. Приток валюты по платежному балансу



Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

Рис.14. Поддержка фиксированного курса на фоне реального укрепления тенге из-за более высокой инфляции



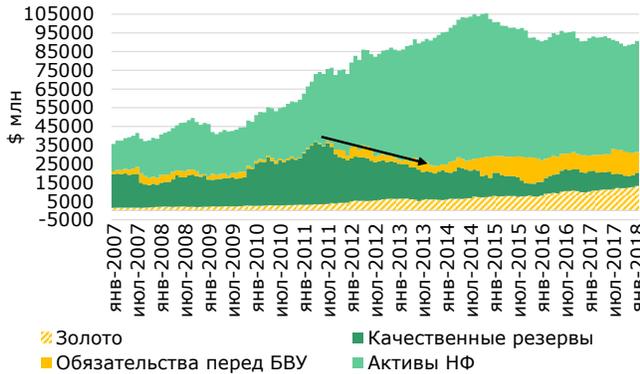
Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

Использование средств НФ на покрытие дефицита бюджета и покупку облигаций квазигосударственного сектора в условиях благоприятной внешней конъюнктуры шло вразрез контрциклической политике НацФонда (рис.7). Нарастание государственных расходов в данный период создавало условия для перетока ликвидности на валютный рынок, создавало инфляционный навес. Переоцененность тенге также выражалась в укреплении реального эффективного курса (REER, в 2012 году за год вырос на 5%) за счет более быстрого роста цен в стране по сравнению со странами-основными торговыми партнерами (рис.14). Фискальное финансирование экономики вылилось в значительный прирост импорта.

Таким образом, состояние текущего счета, несмотря на рекордные цены на нефть, ухудшилось в 2012 году (рис.17) в результате быстрого роста импорта на 21% г/г (текущий счет снизился до 0.5% от ВВП против 5.3% от ВВП годом ранее).

Дополнительным фактором слабого платежного баланса стали отрицательные значения статьи ошибок и пропусков, особенно существенным был отток в 2013 году, -\$3.9 млрд (рис.13). В сентябре 2013 НБРК объявил о мультивалютной корзине (70-20-10%, доллар, евро, рубль) как ориентира для формирования обменного курса и для снижения его волатильности, однако фактически тенге удерживался в узком коридоре около 150 тенге за доллар. НБРК в период с 2012 по 2014 годы поддерживал стабильность курса тенге путем продажи валюты на рынке: в период с января 2012 по январь 2014 года валютные резервы НБРК уменьшились на \$9.9 млрд. После январского ослабления рубля в 2014 году усилились девальвационные настроения участников рынка. В результате, в феврале 2014 регулятор перешел на новый уровень курса тенге (рис.15-16).

Рис.15. Международные резервы и курс тенге



Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

Рис.16. Снижение профицита платежного баланса в 2012-2013гг, снижение валютных резервов на фоне интервенций



Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

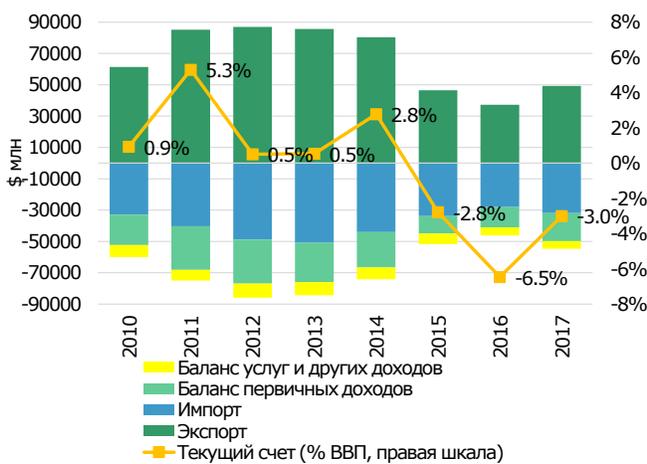
Таким образом, фундаментальных сдвигов в платежном балансе перед девальвацией не произошло, давление на тенге в основном оказывали оттоки капитала и рост импорта, финансируемое фискальными расходами, которые и стали причинами девальвации. При этом резервы НФ были на достаточно высоком уровне, а для обеспечения стабильного курса регулятор достаточно быстро реагировал с помощью собственных валютных активов.

В целом, вероятно девальвации в 2014 можно было бы избежать, если были бы приняты меры по снижению использования средств НФ.

Период коридора колебаний тенге 185+/-3 тенге, переход к ИТ

Девальвация тенге в феврале 2014 года повлияла на некоторое снижение импорта, однако уже в следующем 2015 году, вслед за резким падением цен на нефть, экспорт также значительно сократился (почти в два раза г/г), что повлияло на ухудшение торгового баланса, достигшего около \$13 млрд. Вместе с тем, приток капитала в виде прямых инвестиций в 2015 году также упал до \$3 млрд (против \$4.6 и \$8 млрд в 2014-2013гг, рис.17-18).

Рис.17. Текущий счет



Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

Рис.18. Финансовый счет (без учета нетто портфельных инвестиций Правительства и НБРК)



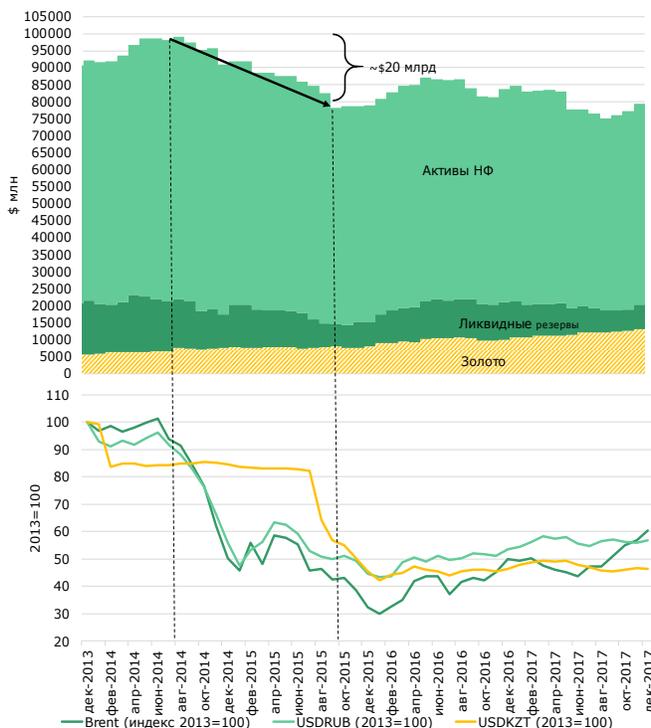
Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

После проведенной девальвации в феврале 2014 года уровень долларизации стабилизировался, однако оставался высоким – на уровне паритета. В качестве борьбы с долларизацией и

предоставления дефицитной тенговой ликвидности регулятор начал предоставлять банкам валютные свопы по низкой ставке. Однако данное решение обернулось для НБРК притоком новых средств на валютный рынок из-за неутрачивающих девальвационных ожиданий.

Поддержка курса путем интервенций требовала все больше средств – наиболее ликвидные активы НБРК, по нашей оценке, испытывали сильное снижение. В расчете консолидированных резервов мы исключили условные и предусмотренные траты НБРК, которые, по нашему мнению, в большинстве включают обязательства НБРК перед БВУ и не могут быть использованы немедленно, т.е. менее ликвидны. В результате, в период с апреля 2014 по октябрь 2015 года, международные резервы страны стремительно снизились примерно на \$20 млрд (рис.19-20). При этом объем интервенций, судя по динамике валютных резервов НБРК и НФ, сложно определить с учетом операций с банками и трансфертами НФ.

Рис.19-20. Международные резервы страны без учета условных и предусмотренных обязательств НБРК



Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

В июле 2015 года действующий на тот момент курс доллара почти достиг верхней границы коридора (188 тенге) на фоне девальвационных ожиданий. Затем в августе регулятором было объявлено о переходе на новый режим – свободного плавающего обменного курса, инфляционному таргетированию и управление ликвидностью с помощью базовой ставки.

Однако в первые месяцы плавления тенге сохранялась неопределенность относительно реальной приверженности регулятора заявленной политике. В сентябре возобновились валютные интервенции и курс фактически был зафиксирован на уровне 270-280 тенге. В связи с этим до конца года резервы продолжали падение, еще на ~\$6-7 млрд до октября 2015 года. При этом, валютные интервенции согласно официальным источникам, за весь период 2014-2015 гг были выше динамики изменения ликвидных резервов и активов НФ - \$22 млрд в 2014, \$17.7 млрд – в 2015 году.

До конца 2015 года регулятор не предпринимал действий по предоставлению ликвидности на денежном рынке, несмотря на приверженность новой денежно-кредитной политике, вследствие

чего ставки доходили до 60-80%. Данная политика НБРК выглядела неубедительно, дорогая ликвидность на протяжении длительного времени создавала проблемы для финансовой устойчивости и усиливала девальвационные ожидания.

Ставки стабилизировались лишь к февралю 2016 года. Приток валюты в связи с налоговыми выплатами и установление предсказуемых ставок на денежном рынке создали условия для укрепления тенге. НБРК приступил к скупке излишней валюты, пополняя ликвидные резервы и постепенно снижая свое официальное участие на валютном рынке. Поэтому фактически переход к свободному плаванию, на наш взгляд, произошел к февралю 2016 года, то есть потребовалось около 2-х лет для того, чтобы валютная политика отошла от фиксированного курса.

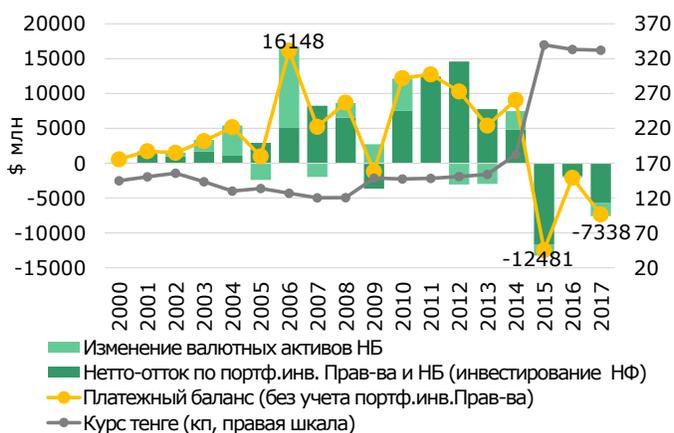
Защита курса до 2015 года вызывала быстрое реальное укрепление тенге и его переоценённость, что отражалось на возникновении дисбалансов во внешней торговле (скачок импорта из России). Ценой фиксированного курса в период внешнего шока в виде падения цены на нефть стало рекордное снижение международных резервов страны на консолидированной основе. Девальвационные ожидания привели к высокой долларизации депозитов, финансовая стабильность банковской системы оказалась под сильным давлением.

Таким образом, переход к более гибкому курсообразованию позволил ослабить переоцененность обменного курса, смягчить дисбаланс во внешней торговле.

Компоненты платежного баланса и их влияние на обменный курс

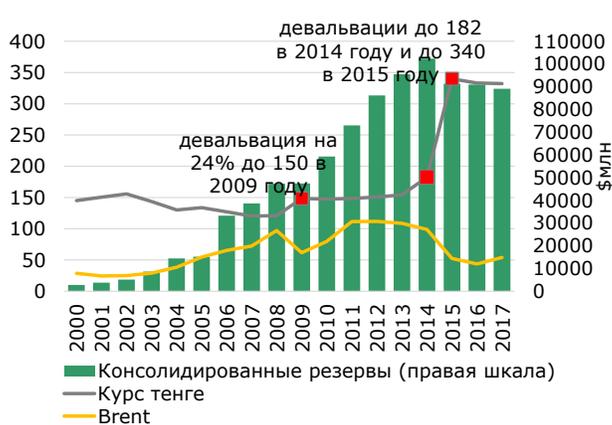
В целом, динамика сальдо по платежному балансу (без учета портфельных инвестиций Правительства и НБ) соответствует изменению международных резервов НБРК в валюте и активов НФ (рис.21). Наиболее быстро на дефицит платежного баланса реагируют резервы НБРК в валюте, профицит ПБ увеличивает как активы регулятора в СКВ, так и активы НФ. В свою очередь, изменение резервов оказывает влияние на поведение курса национальной валюты. По мере накопления дисбаланса, расходование резервов на поддержание курса становится нецелесообразным, за чем следует резкая корректировка национальной валюты. В результате, динамику тенге в среднесрочном периоде (в течение 6-12 месяцев) во многом определяет платежный баланс.

Рис.21. Платежный баланс и изменение резервов



Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

Рис.22. Курс тенге и цены на нефть



Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

В свою очередь, валютные активы регулятора изменяются в результате операций по конвертации трансфертов из НФ (уменьшение валютных активов НацФонда и пополнение ЗВР НБРК), из-за динамики обязательств с банка, а также в результате переоценки. Поэтому по изменениям резервов в СКВ сложно оценить уровень вмешательства регулятора на валютном рынке и определить степень давления на национальную валюту.

Для анализа определим влияние каждого компонента внешних счетов на курс отдельно: текущего и финансового счета. Перед тремя девальвациями – для платежного баланса было характерно резкое снижение профицита текущего счета с переходом в дефицит, который сохранялся в течение 2-3 кварталов, снижение потока капитала со стороны финансового счета. Также заметно, что в

периоды двух последних девальваций квартальный дефицит текущего счета перед резким обесценением достигал около \$2-3млрд.

Однако, как мы отмечали ранее, курс тенге характеризуется продолжительными периодами фиксации курса в рамках определенного коридора и его корректировкой по мере накопления дисбалансов в экономике. Поэтому для оценки более показательно сопоставлять изменение статей платежного баланса с динамикой международных резервов (как прокси курса тенге).

Основными крупными статьями текущего счета, оказывающими влияние на международные резервы, являются торговый баланс и баланс первичных доходов.

Наблюдая за динамикой торгового баланса, мы отмечаем положительную зависимость изменения консолидированных резервов и торгового баланса: увеличение торгового баланса способствует наращиванию активов. Корреляция между двумя переменными – на уровне 62%, что характеризует величину связи как заметную ($R^2=0.39$, с 2000-2017, рис.23).

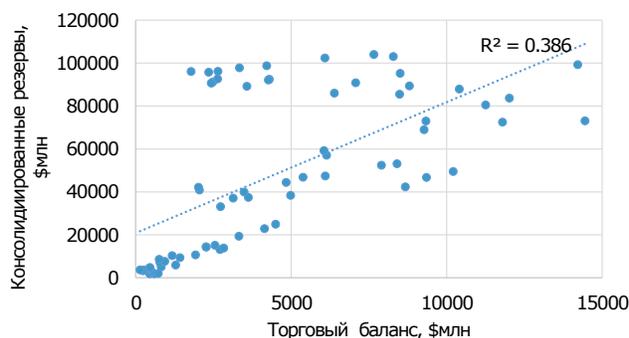
Для подтверждения влияния торгового баланса и консолидированных резервов страны рассмотрим тест на причинность Гренджера. Так как данные нестационарны и интегрированы по 1 порядку ($I(1)$), возможно осуществить тест на коинтеграцию. Результаты анализа коинтеграции (Trace and Max Eigenvalue Tests) показывают наличие одного коинтеграционного уравнения на уровне значительности 10%. т.е. в долгосрочной перспективе торговый баланс и резервы страны связаны.

Тест по причинности Гренджера (процедура Toda-Yamamoto) показывает влияние между двумя переменным в двух направлениях на уровне значительности 10% (квартальные данные с 2001-2017). Таким образом, увеличение торгового баланса может вызывать рост консолидированных резервов, так же как и достаточно высокий уровень резервов отражается на более высоком торговом балансе в будущем. Если первая связь достаточно логична – рост торгового баланса вызывает избыток валюты на рынке и накопление резервов, то обратную связь возможно можно объяснить тем, что для расширения экспорта необходим импорт капитальных товаров, увеличивающих продуктивность, при этом достаточно большой накопленный буфер в качестве резервов позволяет финансировать данные затраты, увеличивая торговый баланс в перспективе.

Важно отметить, что коэффициент детерминации (R^2) линейной связи торгового баланса и валютных активов регулятора намного выше на уровне 62.31%, т.е. торговый баланс объясняет около 60% изменения резервов в СКВ, оставшиеся 30% - влияние прочих факторов (данные в период с 2001-2017, рис.24).

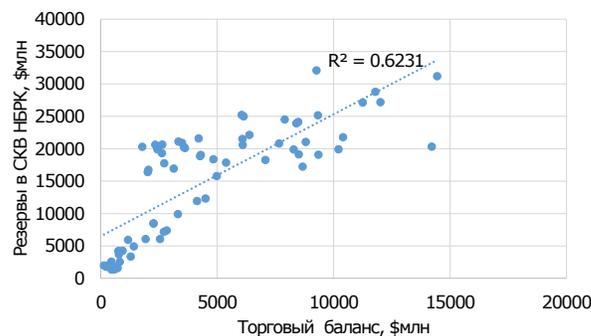
Таким образом, изменения в торговом балансе быстрее отражаются на изменении резервов НБРК в СКВ – недостаток валюты на рынке наиболее скоро корректируются интервенциям регулятора, при этом валютные резервы НФ привлекаются с некоторым запозданием.

Рис.23. Взаимосвязь торгового баланса и консолидированных резервов



Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

Рис.24. Взаимосвязь торгового баланса и резервов НБРК в валюте



Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

Ожидаемая положительная связь между консолидированными резервами регулятора и торговым балансом наблюдалась в период с 2003 по 2005: увеличение торгового баланса произошло почти в 3 раза (с \$3.8 млрд в 2003 до \$10.4 млрд в 2005 году), валютные резервы страны выросли в почти в 2 раза (за аналогичный период).

Отметим, что, в 2006 году увеличение торгового баланса не было столь внушительным (+\$5 млрд), однако резервы за год подросли сразу на \$15 млрд. Рекордный прирост резервов объясняется крупным притоком заимствований банками.

Прямое влияние торгового баланса на валютный курс отмечается несимметричностью. Так, серьезное снижение цен на нефть в течение следующего квартала требует корректировки курса в сторону ослабления для сокращения импорта и стимулирования экспорта. Эффект от увеличения цен на черное золото проявляется не полностью из-за увеличивающихся выплат по первичным доходам иностранных инвесторов. К этому фактору в отдельные периоды также можно добавить рост инвестиционного импорта (в рамках реализации крупных нефтегазовых проектов). Дополнительным фактором выступает политика НБРК по поглощению избытка валюты, недопущению чрезмерного реального укрепления тенге, как с помощью интервенций, так и за счет накопления активов в НФ. В результате, в период достаточно благоприятных цен на черное золото, курс национальной валюты был стабилен в узком коридоре и значительного укрепления не наблюдалось.

Влияние баланса первичных доходов имеет отрицательный характер влияния на международные резервы и на курс национальной валюты. Между тем рост цен на нефть и увеличение объемов ее добычи способствует росту данной статьи платежного баланса (почти пропорционально росту экспорта). Это происходит вследствие того, что увеличение экспортной выручки вызывает возврат ранее вложенных средств иностранными инвесторами.

Так, согласно нашим расчетам, краткосрочная эластичность ($d \log$) доходов к выплате по экспорту составляет 0.956, что означает 1% рост в экспорте ассоциируется с 0.95% ростом в доходах. Т.е. данная статья, в основном, следует за динамикой экспорта (через цены на нефть).

Другие статьи текущего счета: баланс услуг и вторичных доходов характеризуются достаточной стабильностью. На протяжении последних 5 лет – в совокупности составляют отток в виде \$2 млрд, и поэтому мало влияют на изменение динамики общего баланса.

В результате, основные компоненты торгового баланса – экспорт и импорт, в большей степени определяют динамику текущего счета и курс национальной валюты. По причине сконцентрированной структуры экспорта на нефти и других сырьевых товарах, зависимость внешних счетов от цен на мировых рынках достаточно высокая.

Динамика финансового счета в последние годы стала одним из особо значимых компонентов платёжного баланса. В условиях создавшегося дефицита текущего счета, приток капитала в результате операций с финансовыми активами является главным фактором, балансирующим спрос и предложение иностранной валюты.

Основные статьи финансового счета – прямые и портфельные инвестиции финансируют торговые операции в текущем счете. Соответственно, превышение дефицита текущего счета над притоком валюты по финансовому счету создает давление на курс национальной валюты в сторону ослабления.

Для прямых и портфельных инвестиций также характерна взаимозаменяемость, т.е. для финансирования дефицита текущего счета при отсутствии достаточного размера прямых инвестиций, резко возрастает приток портфельных (в основном, это продажи валютных активов НФ).

Наиболее стабильным источником притока валюты по финансовому счету являются прямые инвестиции. Влияние притока данных инвестиций на консолидированные резервы статистически значимо. Однако коэффициент детерминации очень мал (0.10), что говорит о том, что изменение в прямых инвестициях слабо объясняет изменение резервов страны (лишь 10%).

Следует отметить, в последние 2 года финансовый счет стал играть важную роль в финансировании дефицита текущего счета, предоставляя приток валюты на рынок. Однако практически непредсказуемая динамика и нестабильность инвестиций в финансовом счете вызывает трудности для составления прогноза и степени влияния на курс валюты.

Рис.25. Прямые инвестиции и резервы (2010-2017)

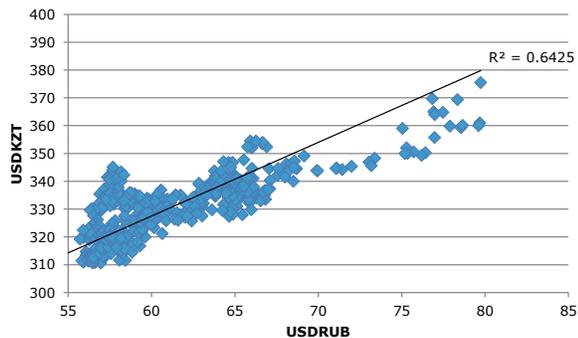


Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

Торговый баланс с Россией

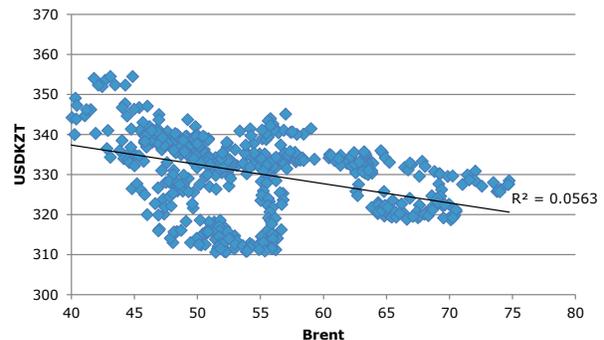
Другим фактором, оказывающим сильное влияние на динамику тенге через платежный баланс, является курс рубля к доллару. Рассматривая динамику курса тенге и рубля к доллару, заметно, что связь между двумя переменными сильнее, чем с ценами на нефть. Меньшая корреляция тенге к нефти (0.44) по сравнению связи курса тенге и рубля (0.8) объясняется несимметричностью реакции курса национальной валюты к цене на нефть. Тенге традиционно склонен к обесценению при их падении, однако значительного укрепления не происходит при росте стоимости черного золота. Также тенге на резкое ухудшение условий торговли реагирует позже, регулятор в первое время поддерживает курс интервенциями.

Рис.27. RUBUSD vs KZTUSD (ежедневные, 2016-2017)



Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

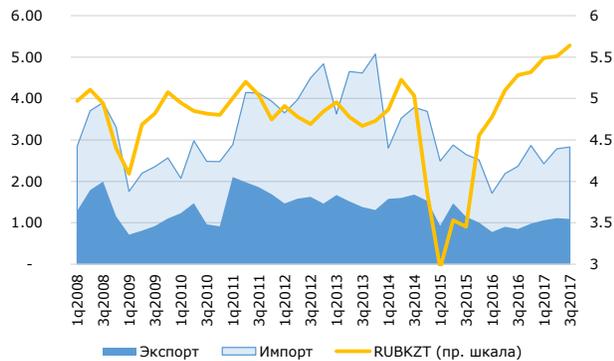
Рис.28. Brent vs KZTUSD (ежедневные, 2016-2017)



Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

Достаточно сильная связь курсов валют тенге и рубля видимо вызвана большой долей товарооборота между двумя странами, который оказывает влияние на общий платежный баланс страны.

Рис.29. Экспорт в РФ, импорт из РФ и курс тенге к рублю



Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

Основной чертой торговых отношений Казахстана и России (далее РФ) является традиционно отрицательный торговый баланс. В свою очередь данный дефицит также оказывает давление на общий торговый баланс страны. Превышение импорта из РФ над экспортом в РФ становится одним из факторов, ослабляющих профицит торгового баланса, помимо падения цен на нефть.

Так в 2017 году, отрицательный торговый баланс с Россией составил около 40% от всего профицита торгового баланса страны, что также косвенно оказывает влияние на уровень резервов и курс валюты в стране. Также растет зависимость страны от импорта из РФ: доля товаров из России в общем импорте страны в 2014-2015 году сохранялась на уровне 30-35%, в 2016-2017 доля импорта выросла, достигнув 40%. Мы также выявили долгосрочную линейную связь (коинтеграцию) между курсами рубля и тенге к доллару, что говорит о сохранении равновесного отношения друг с другом. Т.е., несмотря на внешние шоки (падение цен на нефть), существующая зависимость сводит к взаимосвязанному изменению в обеих валютах. Долгосрочная эластичность согласно модели почти на уровне 1:1, краткосрочная эластичность, 0.3 (dlog), при этом курс тенге возвращается к своему равновесному уровню в течение 7 кварталов (коэффициент коррекции ошибок, -0.14) после шока в курсе рубля к доллару.

Определение равновесного курса тенге

В среднесрочном прогнозе равновесного обменного курса рассматривается макроэкономический баланс, который связан с взаимодействием текущего счета (платежного баланса) и обменного курса валюты. В условиях фиксированного тенге корректировка платежного баланса происходит за счет резервов, поэтому при кризисе внешних счетов корректировка курса неизбежна. В условиях свободного плавания уравнивание платежного баланса должно происходить без вмешательства регулятора: активный платежный баланс способствует укреплению национальной валюты в результате увеличения спроса со стороны иностранных инвесторов, пассивный баланс ведет к обесценению курса – спрос на иностранную валюту увеличивается из-за необходимости обслуживания долговых обязательств местных заемщиков.

Существует множество подходов для определения равновесного курса национальной валюты, обеспечивающего устойчивый уровень платежного баланса. Среди них: 1) порог избыточного дефицита счета текущих операций, при достижении которого происходит коррекция валютного курса; для каждой страны характерен свой уровень порога (для многих стран он определен на уровне 5% от ВВП); 2) оценка на основе межстрановых панельных регрессий, в которой выделяют фундаментальные факторы, влияющие на текущий счет; 3) метод динамической устойчивости: дефицит текущего счета не должен вызывать рост выплат по внешнему долгу. В наших расчетах, мы основываемся на третьем методе. Мы также рассчитаем реальный эффективный курс тенге без учета циклических эффектов для определения равновесного номинального курса.

Внутреннее равновесие достигается при потенциальном росте ВВП (полная занятость), т.е. нулевого разрыва между фактическим и потенциальным уровнем (достигается независимо от курса национальной валюты). Внешнее равновесие предполагает устойчивость платежного баланса, что

отражается в постоянном уровне внешнего долга. Таким образом, торговые операции по текущему счету не должны финансироваться за счет выпуска нового долга (допускается финансирование притоком прямых инвестиций, так как они являются устойчивым источником долгосрочных вложений). Для корректировки неустойчивого дефицита текущего счета применяют равновесный уровень курса национальной валюты.

Согласно нашим прогнозам, в 2018 году дефицит счета текущих операций улучшится и составит около 2.5%. При этом главным факторами увеличения экспорта являются наши предположения о повышении среднегодовой цены на нефть до \$63 и росте физического объема экспорта нефти. В свою очередь, рост экспорта также будет способствовать увеличению доходов иностранных инвесторов (эластичность 0.9, по нашей оценке), рост импорта на фоне улучшения реальных заработных плат и менее сильного укрепления рубля будет расти темпами чуть ниже прошлого года.

Уровень внешнего долга в последние два года значительно подрос по причине девальвации тенге, превысив уровень ВВП (109% по последним данным на 3 кв 2017 года). Для расчетов были взяты средние значения внешнего долга к ВВП с 2012-2017 годы: 84.8% от ВВП, таким образом процентные выплаты с реальной ставкой в 2.5-3%, составят около 2.5-3% от ВВП. Мы также учитываем приток ИПИ (чистое принятие обязательств по прямым инвестициям) на среднем уровне за последние 5 лет в 4.2%. В результате, по нашей оценке, устойчивым уровнем дефицита текущего счета может быть 2% от ВВП.

Согласно нашим расчетам, эластичность импорта по номинальному курсу тенге составляет около 0.6, 1% обесценения тенге стимулирует снижение импорта на 0.6%. Таким образом, курс тенге, позволяющий достичь равновесного дефицита текущего счета, составляет около 340 тенге (снижение тенге на 4% позволит сократить импорт примерно на 2.5%).

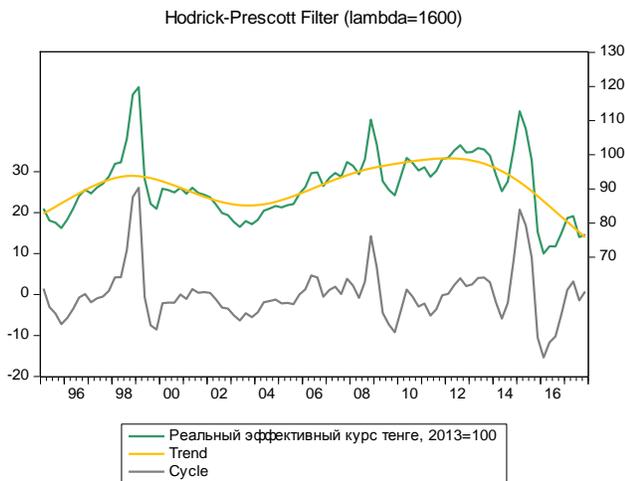
Уровень внешнего долга (среднее за 2012-2017), % ВВП	84.8
Уровень реальной процентной ставки, %	2.5-3
Процентные платежи по внешнему долгу, устойчивый уровень текущего счета, % ВВП	2.1-2.5
Приток прямых инвестиций (среднее за 2012-2017), % ВВП	4.2
Устойчивый уровень текущего счета, с учетом ПИ, % ВВП	-1.7, -2

	Равновесный уровень	Прогноз 2018*
Экспорт, % ВВП	31.9	31.9
Импорт, % ВВП	-18.5	-19
Баланс первичных доходов, % ВВП	-11.68	-11.68
Баланс услуг и вторичных доходов, % ВВП	-3.7	-3.7
Текущий счет, % ВВП	-1.98	-2.48
Эластичность импорта по курсу	0.6	
Равновесный курс в 2018 году	340.6	

*Прогноз HF

Мы также можем провести оценку равновесного курса через оценку тренда реального эффективного курса тенге, исключая цикличность (т.е. реализация внешних и внутренних шоков). В результате, среднегодовое отклонение фактического индекса реального курса в 2017 году превысило тренд на около 1.2%, т.е. практически давление на тенге в сторону переоценённости практически отсутствует.

Рис.26. Реальный эффективный курс тенге (исключение цикличности)



Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

Предполагая, что уровень инфляции в странах, взвешенных по доле импорта, сохранится на уровне прошлого года в 2.5%, рост инфляции в стране в текущем году составит, согласно нашим оценкам 6.2%, курс тенге в реальном выражении может укрепиться на 2.5% только за счет более быстрого роста цен (если номинальный курс останется без изменения). Для сохранения неизменного REER (реального эффективного курса) в текущем году, номинальное ослабление тенге может составить около 2.5-3%.

Таким образом, мы полагаем, что равновесный уровень национальной валюты составляет около 335-340 тенге (с ослаблением на 3-4% от среднего курса 2017 года).

АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2018, все права защищены.

Департамент исследований

Мурат Темирханов	Директор
Станислав Чуев	Заместитель директора
Асан Курманбеков	Макроэкономика
Эльмира Арнабекова	Макроэкономика
Алтынай Ибраимова	Долевые инструменты
Андрей Кожокару	Долевые инструменты
Владислав Туркин	Долговые инструменты

E-mail

m.temirkhanov@halykfinance.kz
s.chuiev@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
e.arnabekova@halykfinance.kz
a.ibraimova@halykfinance.kz
a.kozhokaru@halykfinance.kz
v.turkin@halykfinance.kz

Департамент продаж

Мария Пан	Директор
Динара Асамбаева	Институциональные инвесторы
Шынар Жаканова	Институциональные инвесторы
Дарья Манеева	Розничные инвесторы
Сабина Муканова	Розничные инвесторы

E-mail

m.pan@halykfinance.kz
d.asambayeva@halykfinance.kz
sh.zhakanova@halykfinance.kz
d.maneyeva@halykfinance.kz
s.mukanova@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 357 31 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance