
22 сентября 2023 г.

С 2015 года «свободное плавание» тенге вызывает много вопросов у населения, бизнеса и профессиональных участников финансового рынка, что сильно снижает доверие к курсовой политике Нацбанка и национальной валюте – тенге. В данном документе мы анализируем ключевые проблемы и эффективность курсовой политики, проводимой Нацбанком, и даем свои рекомендации о том, как её улучшить.

Введение

До 2015 года Национальный Банк Казахстана (Нацбанк) по факту проводил денежно-кредитную (монетарную) политику, основанную на фиксировании курса тенге к доллару. В 2015 году монетарная политика Нацбанка перешла на режим инфляционного таргетирования, который включает в себя четыре ключевых элемента:

- 1) С переходом на инфляционное таргетирование действующим режимом политики обменного курса (курсовая политика) является плавающий обменный курс тенге.
- 2) Основным инструментом для достижения цели по обеспечению стабильности цен в среднесрочном периоде является базовая ставка.
- 3) Процесс принятия решений основывается на системе макроэкономического анализа и прогнозирования.
- 4) Прозрачная коммуникационная политика является ключевой составляющей денежно-кредитной политики.

Мы полностью поддерживаем такой переход на денежно-кредитную политику в режиме инфляционного таргетирования при плавающем обменном курсе тенге. По нашему мнению, очень важно продолжать данную монетарную политику, поскольку это является одним из ключевых условий для проведения рыночных реформ в Казахстане.

С момента перехода на режим плавающего обменного курса тенге в экспертной среде Казахстана периодически возникают предложения о возврате к привязке (фиксации) тенге к доллару или корзине валют. По нашему мнению, отказ от плавления тенге будет очень большой ошибкой с очень негативными долгосрочными последствиями для экономики Казахстана. Однако, с другой стороны, текущее «плавание» тенге вызывает много вопросов у населения, бизнеса и профессиональных участников финансового рынка, что сильно снижает доверие к курсовой политике Нацбанка и национальной валюте – тенге.

По нашему мнению, на сегодня курсовая политика, проводимая Нацбанком, сталкивается со следующими проблемами:

- Глубокие проблемы бюджетной политики правительства.
- Антирыночное вмешательство государства в деятельность финансового рынка.
- Неразвитость и низкая ликвидность валютного и денежного рынков, а также рынка ценных бумаг Казахстана.
- Проблемы участия Нацбанка на валютном рынке.
- Проблемы коммуникационной политики Нацбанка.

Плавающий обменный курс и роль Нацбанка на валютном рынке

В «Стратегии денежно-кредитной политики до 2030 года», утвержденной Нацбанком в марте 2021 года, даются хорошие пояснения о том, чем важен плавающий курс для экономики Казахстана. Мы полностью согласны с данными пояснениями. В частности, в документе говорится следующее. *«В условиях открытости и интегрированности Казахстана в мировую торговлю политика свободно плавающего курса тенге остается важным условием устойчивого экономического развития. Изменения номинального обменного курса тенге позволяют нивелировать негативные внешние шоки и их распространение на внутреннюю экономику, предотвращают возникновение дисбалансов в экономике, вносят положительный вклад в экспортный потенциал страны и не допускают истощения международных резервов».*

О роли Нацбанка на валютном рынке (о его курсовой политике) в этом же документе отмечается следующее.

Политика плавающего обменного курса будет основываться на сохранении либерального валютного режима, обеспечивая привлекательность казахстанской экономики для иностранных инвесторов. В целях укрепления режима плавающего обменного курса присутствие Нацбанка на валютном рынке будет соответствовать рыночным принципам. Данные принципы относятся к следующим операциям:

1. *Операции с правительством и от имени Национального Фонда (Нацфонд)*. При проведении операций со средствами Нацфонда будет соблюдаться принцип рыночного нейтралитета и транспарентности. Это подразумевает проведение регулярных и равномерных продаж (или покупок) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке.
2. *Поддержание валютных резервов на достаточном уровне*. Нацбанк, основываясь на анализе оценки достаточности золотовалютных резервов, может проводить валютные операции на рынке для поддержания уровня резервов на достаточном уровне. Такие валютные операции будут проводиться транспарентно на основе рыночных принципов, не нарушающих нормальное функционирование валютного рынка.
3. *Сглаживание волатильности рынка*. В исключительных случаях Нацбанк может проводить разовые (единичные) операции на внутреннем валютном рынке в целях сглаживания резких колебаний обменного курса, восстановления доверия к рынку и механизмам определения цен. Валютные интервенции могут проводиться в обоих направлениях на основе количественных сигналов и индикаторов, контролирующего качество функционирования рынка и его ликвидность. Национальный Банк не будет ограничивать разумную волатильность тенге. Интервенции будут проводиться в целях ограничения рисков для финансовой стабильности, когда резкое и значительное изменение курса тенге может спровоцировать оттоки тенговых вкладов и переток ликвидности на валютный рынок, а также в целях сглаживания дестабилизирующих краткосрочных колебаний обменного курса, не имеющих под собой фундаментальной основы.
4. *Коммуникации*. Все валютные операции Национального Банка будут освещаться через публичные заявления, пресс-релизы, а также регулярные публикации. В зависимости от характера операций информация будет содержать причины, объемы и результаты интервенций.

Кратко курсовую политику Нацбанка можно сформулировать так: курс тенге должен «плавать» в соответствии с фундаментальными факторами, складывающимися в экономике Казахстана и на внешних рынках. Если происходят большие изменения курса тенге, не обусловленные изменениями фундаментальных факторов, то Нацбанк делает интервенции на валютной бирже, покупая или продавая валюту, приводя курс тенге к так называемому равновесному курсу, который находится в балансе по отношению к фундаментальным факторам.

Помимо этого, Нацбанк управляет валютными резервами страны, валютными активами Нацфонда, а также валютными активами ЕНПФ и других крупных внебюджетных государственных фондов. По данным валютным активам Нацбанк вынужден регулярно делать достаточно большие обменные операции – как покупку, так и продажу валюты – прежде всего это касается Нацфонда. Как заявляет регулятор, данные обменные операции проводятся в соответствии с принципом рыночного нейтралитета и транспарентно, в результате чего такие операции Нацбанка нельзя назвать валютными интервенциями, поскольку они не влияют на курс тенге.

К сожалению, кроме «Стратегии денежно-кредитной политики до 2030 года» у Нацбанка нет других публичных документов, которые более подробно описывают курсовую политику монетарного регулятора, а также его коммуникационную политику на валютном рынке. В результате этого у участников рынка сложилось непонимание того, как исторически и на сегодня формируется курс тенге на рынке. Такое положение вещей приводит к низкому уровню доверия к действиям Нацбанка.

Проблемы с «плаванием» тенге

Судя по заявлениям и действиям Нацбанка на валютном рынке, в последние несколько лет и до текущего момента курс тенге находился в равновесном состоянии и соответствовал фундаментальным экономическим факторам. Например, в этом году Нацбанк не проводил валютных интервенций на рынке, что можно понимать так – «плавание» тенге имело под собой фундаментальную основу.

Однако, как у нас, так и у многих участников рынка, изменения курса тенге по отношению к доллару США¹ вызывают много вопросов, что сказывается на доверии к действиям Нацбанка и к нацвалюте. Ключевой проблемой с курсом тенге на сегодня является то, что у участников рынка нет понимания, в соответствии с какими фундаментальными факторами тенге «плавает» по отношению к доллару США. Например, по нашему мнению, ключевыми факторами, влияющими на курс тенге, являются:

1. Цена на нефть;
2. Курс рубля к доллару в России;
3. Индекс доллара к корзине валют;
4. Валютные обменные операции Нацфонда в рамках бюджетных правил;
5. Покупка и продажа государственных ценных бумаг иностранными портфельными инвесторами;
6. Инфляция.

Если посмотреть динамику изменения курса тенге к доллару, начиная с июля 2016 года² и до сегодняшнего дня, то можно заметить, что связь USD/KZT с данными фундаментальными факторами сильно менялась с течением времени – в одни периоды она была очень сильной, в другие – ослабевала практически до нуля.

Также в определенные периоды курс USD/KZT вел себя чрезмерно стабильно, а потом его внезапно начинало лихорадить, при этом рынок не видел экономических предпосылок в таком поведении тенге. К сожалению, регулярные и срочные пояснения Нацбанка о ситуации на валютном рынке Казахстана очень часто были неубедительными и противоречивыми, что не повышало доверия к курсу тенге.

Для того, чтобы определить степень влияния определенного фактора на обменный курс, а также характер этой зависимости, мы провели корреляционный анализ с использованием месячных данных по всем факторам в отдельности за период с июля 2016 года и до конца второго квартала 2023 года.

(i) Противоречивое влияние цены на нефть на курс тенге

Нефть исторически составляла крупнейшую долю в экспорте сырьевых товаров Казахстана, поэтому доходы от ее продажи формируют в значительной степени экспортные доходы, а также поступления в Национальный фонд и бюджет страны. Несомненно, цены на нее влияют на все основные макроэкономические переменные страны, в том числе и курс тенге. Большие изменения цен на нефть оказывают достаточно быстрое влияние на торговый и текущий счет платежного баланса Казахстана. В результате повышение цен на нефть должно приводить к укреплению тенге, а снижение цен на нефть – к ослаблению тенге.

В Приложении А приводятся результаты корреляционного анализа в виде коррелограмм. На Рисунке А1 видно, что эта связь тенге и стоимости нефти была выраженной только в период с марта 2019 г. и до января 2022 года. Вероятнее всего, это связано с сильнейшими колебаниями цен на нефть во время пандемии, которые не могли не найти отражения, пусть и не в полном объеме, в курсе тенге. В двух других периодах (до- и пост-пандемийный) эта связь практически отсутствует.

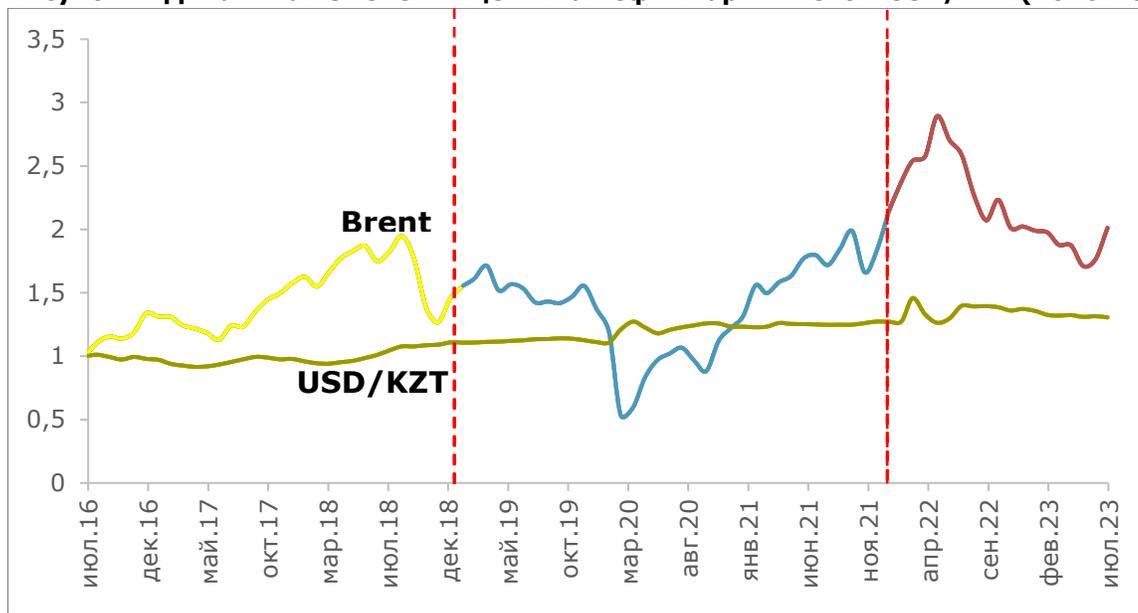
К такому выводу также можно прийти, анализируя график изменений цен на нефть и курса доллара к тенге с июля 2016, посчитав индексы этих переменных и принимая июль 2016 года за базовый период (Рисунок 1). В то время как цена на нефть за весь период была экстремально волатильной, меняясь в некоторых периодах даже на 80% (март 2020), курс доллара к тенге показывал относительную стабильность, меняясь в пределах 13% (максимальный уровень в марте 2022 года). Ни значительный рост, ни заметное падение цен на нефть не вызвали сколько-нибудь значимый эффект на курс доллара к тенге.

Такая слабая и временами противоположная связь курса тенге с ключевым фундаментальным фактором (цены на нефть) вызывает большие вопросы у рынка. По нашему мнению, это является одним из доказательств того, что плавание тенге не является свободным, а управляется Нацбанком. Из-за противоречивой связи курса тенге с ценой на нефть также вызывают вопросы официальные комментарии Нацбанка по курсу тенге в случаях, когда он ссылается на изменения в цене на нефть.

¹ В Казахстане основной валютой во внешней торговле и в обменных операциях на внутреннем рынке является доллар США. В результате чего все участники валютного рынка ориентируются на курс тенге по отношению к доллару США. Рыночный курс тенге к остальным валютам определяется рынком как кросс-курс по отношению к доллару.

² Переход на режим инфляционного таргетирования и плавающего курса тенге проходил в сложных условиях при высокой волатильности финансового рынка. По нашему мнению, валютный и денежный рынки Казахстана стабилизировались примерно к середине 2016 года.

Рисунок 1. Динамика изменений цены на нефть марки Brent и USD/KZT (2016-2023 гг.)



Источник: НБК, Bloomberg

(ii) Противоречивая связь курса тенге и курса рубля

Создание сначала таможенного, а затем и экономического союзов между Казахстаном и Россией привело к сильной экономической интеграции двух экономик, где экономика Казахстана в силу своих размеров выступает как ведомая и принимающая шоки сторона. До последнего времени Россия была крупнейшим торговым партнером Казахстана (доля России в сумме всего импорта составляла 42,5% в 2021 году³), в результате чего изменение курса рубля к доллару в России должно было однозначно влиять на курс тенге к доллару в Казахстане.

До недавнего времени как участники рынка, так и население страны выработали стойкое убеждение в сильной зависимости курса тенге от курса доллара к рублю. Однако, если до начала военного конфликта в Украине курс тенге к доллару демонстрировал явную корреляцию к курсу рубля к доллару, то примерно с марта 2022 года привязка курса если и не исчезла, то значительно снизилась. Возможно причиной такой динамики можно назвать усиливающееся влияние западных санкций против России, однако санкции против России также сильно влияли на курс рубля к доллару и в прошлые периоды. В целом зависимость от импорта из РФ по-прежнему будет влиять на обменный курс тенге в силу значительных объемов взаимной торговли, но, как мы предполагаем, уже в меньших масштабах.

Анализ изменений в курсах доллар-тенге и доллар-рубли (Рисунок 2) показывает, что до конца первого квартала 2022 года оба курса двигались почти синхронно, но начиная со второго квартала 2022 года это движение стало носить более спорадический характер. Более того, в некоторых периодах курсы не только менялись в разных диапазонах, но и в разном направлении – например, с марта 2022 тенге в основном слабел по отношению к доллару, а рубль, наоборот, укреплялся. Но с конца 2022 года наблюдается противоположная картина – тенге растет, а рубль дешевеет.

(iii) Индекс доллара США не влияет на USD/KZT

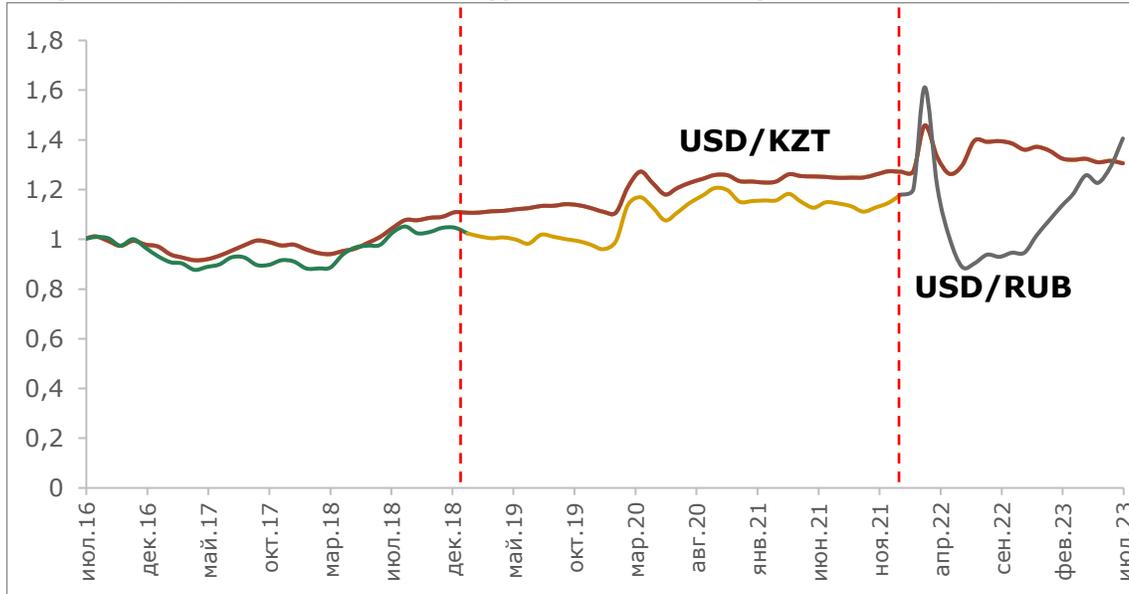
Индекс доллара США – это индекс стоимости доллара по отношению к корзине иностранных валют (евро, японская иена, фунт стерлингов, канадский доллар, шведская крона, швейцарский франк) основных торговых партнеров США. Увеличение индекса означает укрепление доллара по отношению к другим валютам.

Можно предположить, что, когда индекс растет, то есть доллар укрепляется, тенге должен слабеть. Корреляционный анализ показал (Рисунок А3 Приложения А), что две переменные – индекс доллара и

³ По итогам 5 месяцев текущего года товарооборот с Россией составил 18,8% всей внешней торговли Казахстана, где доля экспорта в РФ составляет 12,8%, а импорта 26,7%. Доля Китая во внешней торговле Казахстана за этот период составила 19,2%. То есть, на сегодня крупнейшим торговым партнером Казахстана является Китай.

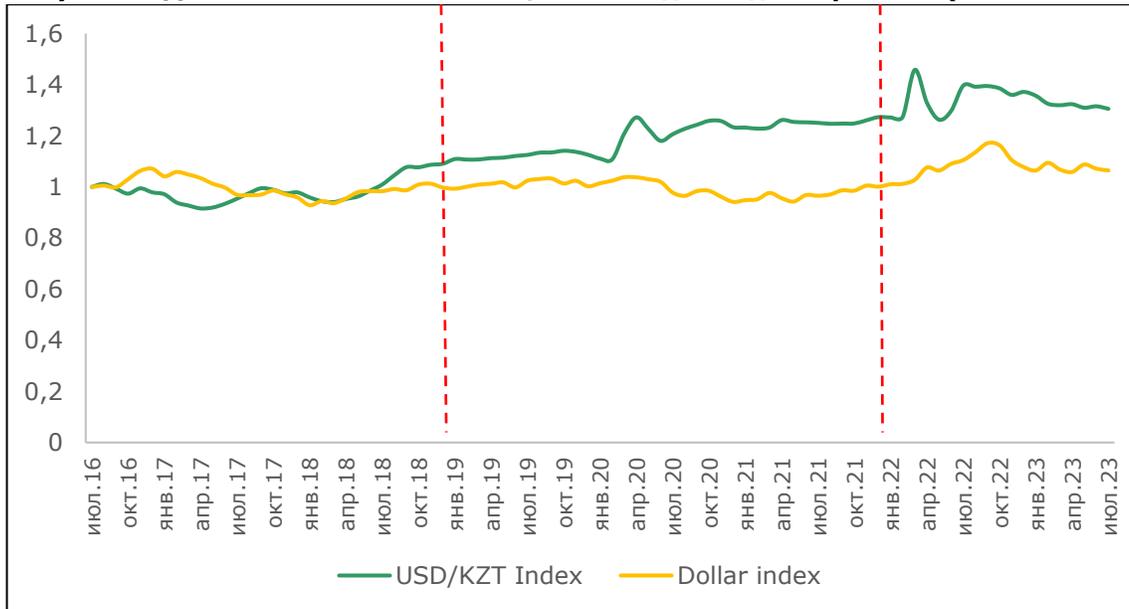
обменный курс нацвалюты практически не связаны. Последующий анализ изменений в переменных с июля 2016 года даже показывает разнонаправленность движения (Рисунок 3). С этой точки зрения вызывают вопросы комментарии Нацбанка по курсу тенге, когда он ссылается на изменение индекса доллара, как один из фундаментальных факторов, влияющих на обменный курс.

Рисунок 2. Динамика изменений курсов валютных пар USD/KZT и USD/RUB



Источник: НБК, Центральный Банк России

Рисунок 3. Динамика изменений USD/KZT и индекса доллара США (2016-2023 гг.)



Источник: НБК, Bloomberg

- (i) Противоречивое влияние на курс тенге инвестиций нерезидентов в госбумаги Казахстана и валютных трансфертов из Национального фонда

Время от времени Нацбанк объясняет изменения в курсе тенге большими объемами операций нерезидентов с государственными бумагами Минфина и Нацбанка. Когда иностранные портфельные инвесторы хотят купить государственные ценные бумаги, выраженные в нацвалюте, они продают валюту на рынке. Когда они хотят выйти из этих инвестиций, они продают казахстанские госбумаги и обратно покупают валюту на рынке. В случае больших объемов такие операции могут оказывать большое давление на валютный рынок.

Кроме того, в связи с глубокой нефтяной зависимостью экономики Казахстана, покупки и продажи валюты для Нацфонда играют фундаментальную роль в формировании курса тенге на рынке (ниже будут даны более детальные пояснения этому). К сожалению, Нацбанк плохо объясняет взаимосвязь использования Нацфонда и курса тенге, и она не понятна и не очевидна для рынка, что существенно подрывает доверие к тенге.

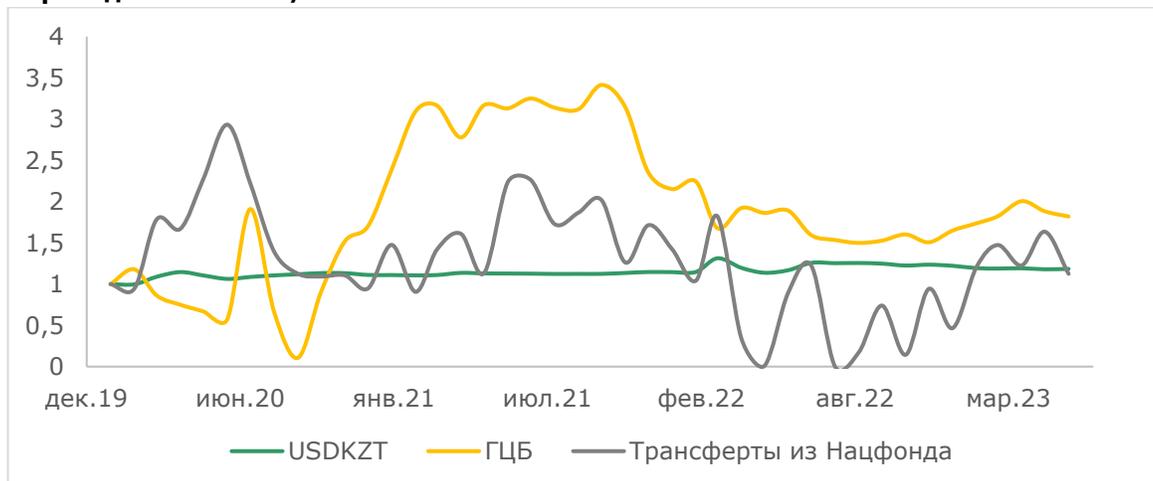
Оба вида вышеперечисленных транзакций, имея различные цели и предпосылки, оказывают одинаковое воздействие на валютный рынок. Например, в случае покупки ГЦБ нерезидентами, а также в случае необходимости осуществления трансфертов из Нацфонда в бюджет происходит резкое увеличение предложения валюты на валютной бирже, что должно приводить к укреплению тенге. И наоборот, пополнение Нацфонда и выход нерезидентов из ГЦБ приводит к увеличению спроса на валюту, что должно приводить к ослаблению тенге. Таким образом, мы решили рассмотреть эти два фактора в одной секции.

Отдельный корреляционный анализ каждого фактора показывает слабую связь между переменными – для объемов обращения ГЦБ нерезидентов на конец периода коэффициент корреляции незначителен (Рисунок А4), а для валютных трансфертов из Нацфонда коэффициент невысокий со знаком минус (Рисунок А5), что противоречит гипотезе о том, что рост трансфертов из Нацфонда оказывает укрепляющее воздействие на тенге.

Анализ месячных данных по переменным (Рисунок 4) также говорит в пользу слабой связи между объемами трансфертов из НФ, а также покупкой ГЦБ нерезидентами и обменным курсом.⁴ В то время как первые два показателя были очень волатильными, обменный курс значительно не менялся и не реагировал последовательно на увеличение или уменьшение спроса на тенге со стороны нерезидентов или при конвертации трансфертов.

По нашему мнению, такое положение вещей является еще одним подтверждением того, что курс тенге находится под управлением Нацбанка. С точки зрения коммуникационной политики Нацбанка по валютному рынку, вызывают большие вопросы комментарии Нацбанка по курсу тенге, когда он регулярно ссылается на трансферты из Нацфонда и на изменения в инвестициях нерезидентов в ГЦБ, хотя рынок не видит взаимосвязи курса тенге с этими факторами.

Рисунок 4. Динамика изменений валютных трансфертов из Нацфонда, объемов обращения ГЦБ нерезидентов и USD/KZT



Источник: НБК

Регрессионный анализ

Для того, чтобы результаты нашего анализа были более достоверными, мы также провели регрессионный анализ и оценили параметры фундаментальных факторов, которые позволяют оценить влияние каждого фактора на прогнозируемые значения обменного курса USD/KZT.

В анализе использовались две модели – (1) в качестве независимых переменных используются цена на нефть марки Brent, курс USD/RUB и индекс доллара (Таблица 1 Приложения В); (2) в качестве независимых переменных используются цена на нефть марки Brent, курс USD/RUB, индекс доллара, ГЦБ нерезидентов и

⁴ Поскольку данные по месячным трансфертам из Нацфонда стали публиковаться только с января 2020 года, анализ был проведен за период январь 2020-июнь 2023.

валютные трансферты из Нацфонда (Таблица 2 Приложения В). Изменение объемов обращения ГЦБ нерезидентов и объемы валютных трансфертов из Нацфонда были агрегированы в одну переменную, поскольку предполагается, что эффект от подобных операций одинаков. Уравнение регрессии и полноценные результаты можно подробнее рассмотреть в Приложении В.

Основные выводы заключаются в том, что устойчивое воздействие на обменный курс в прошлом оказывал только обменный курс USD/RUB. Влияние остальных факторов, таких как цена на нефть марки Brent, индекс доллара, валютные трансферты и ГЦБ нерезидентов статистически незначимо, коэффициенты при этих переменных нельзя считать надежными.

Мифы о «свободном» плавании тенге

Национальный Банк в своих коммуникациях рынку постоянно подчеркивает, что курс тенге не просто «плавает» в соответствии с экономическими и рыночными факторами, а также то, что он «свободно» плавает без вмешательства регулятора. При этом Нацбанк в своей Стратегии сообщает следующее: *«Национальный Банк сохраняет свое присутствие на внутреннем валютном рынке, при необходимости совершая операции по прямой покупке или продаже иностранной валюты, что позволяют балансировать спрос и предложение иностранной валюты, ограничивая избыточные изменения обменного курса, не обусловленные изменениями фундаментальных факторов».*

Такие заявления Нацбанка о «свободном» плавании вызывают у нас ряд вопросов. Ключевая проблема заключается в том, что валютный рынок в Казахстане небольшой по размерам и по мировым меркам крайне неразвитый. Сейчас на валютной бирже участвуют в основном банки и в гораздо меньших масштабах отечественные брокерские компании, представляя собой небольшую группу однообразных трейдеров, которые в основном действуют на рынке, исполняя заявки своих клиентов. Кроме того, в финансовой системе Казахстана практически полностью отсутствует рынок производных финансовых инструментов (деривативы – опционы, свопы, фьючерсы, форвардные контракты и так далее), что также является ярким показателем низкой ликвидности и неразвитости всего финансового рынка, включая валютный рынок.

В таких условиях в принципе невозможно говорить о «свободном» плавании тенге. Низкая ликвидность рынка, малое количество однообразных участников, а также неразвитость рынка деривативов означает, что на валютном рынке регулярно будет возникать большой дисбаланс между спросом и предложением валюты на бирже Казахстана, что означает высокую волатильность курса тенге и его периодические большие отклонения от равновесного состояния относительно фундаментальных факторов.

Одной из проблем развития валютного рынка является нежелание финансовых регуляторов стимулировать расширение разноплановых участников валютного рынка. Особенно важно наличие на рынке биржевых спекулянтов (трейдеров) как юридических, так и физических лиц. Задача большинства спекулянтов – это получение прибыли на понижении или повышении цены биржевых ценностей (ценные бумаги, валюта, нефть и другие биржевые товары) и они выполняют крайне важные функции для рынка и для всей экономики в целом.

- Биржевые спекулянты повышают ликвидность и эффективность рынка. В любой момент времени биржевые спекулянты обеспечивают присутствие на рынке и покупателя и продавца. Благодаря им активно развиваются финансовые инструменты, которые являются производными от базовых биржевых товаров.
- Биржевые спекулянты сглаживают ценовые колебания. Особенностью работы биржевых спекулянтов является то, что они часто проводят сделки против рынка, обеспечивая рынок спросом в период снижения цен и наоборот. Такое поведение биржевых спекулянтов уменьшает скорость изменения цен и смягчает их волатильность.

Проблемы с валютными интервенциями Нацбанка

В текущих документах и заявлениях Национального банка непонятна граница между «свободным плаванием» тенге и «изменениями обменного курса, не обусловленные изменениями фундаментальных факторов». То есть, рынку не понятен триггер, который приводит к срабатыванию валютных интервенций Нацбанка. История валютного рынка Казахстана показывает, что отсутствие формальных правил по валютным интервенциям приводит к непоследовательности и нелогичности в действиях Нацбанка, что в свою очередь приводит к большим экономическим потерям, высокой волатильности на рынке и снижению доверия к Нацбанку и нацвалюте.

Например, в период начала военных действий в Украине в феврале 2022 года валютный рынок Казахстана охватила паника, и курс тенге сразу скакнул с уровня в 430 KZT/USD до уровня в 500-510 KZT/USD. При этом Нацбанк в первые дни практически не вмешивался в такое «свободное» плавание тенге, чем еще больше разогрел панику. Затем Нацбанк разобрался, что новый курс не соответствует фундаментальным факторам, и в феврале и марте 2022 года суммарно официально потратил 1,3 млрд долларов США на валютные интервенции. Данные интервенции, а также другие ограничительные действия правительства и Нацбанка привели к тому, что к концу мая 2022 года тенге укрепился с 500-510 KZT/USD к довоенному уровню в районе 420-430 KZT/USD, что тоже не имело экономического смысла, поскольку такой курс уже не отвечал новым экономическим реалиям. Затем, к концу июля, тенге вновь достаточно быстро ослабел до уровня 480 KZT/USD.

По нашему мнению, такие крайне большие колебания тенге в период с февраля по июль 2022 года очень негативно повлияли на экономику Казахстана и вновь подорвали постепенно крепнущее доверие к национальной валюте. Такие большие колебания тенге в этот период ярко обозначили две проблемы.

- Во-первых, не имея четких правил по валютным интервенциям, монетарный регулятор в этой и других кризисных ситуациях поступал непоследовательно и нелогично, что приводило к снижению доверия к его действиям и негативному влиянию на экономику.
- Во-вторых, совершая ошибки в своих действиях на валютном рынке, регулятор был вынужден проводить непоследовательную и противоречивую коммуникационную политику, что еще больше сказывалось на недоверии к его действиям.

По проблемам с валютными интервенциями Нацбанка можно привести следующий пример. Как было сказано ранее, в феврале прошлого года начались военные действия на Украине, в результате чего на валютном рынке Казахстана началась паника, которая привела к резкому ослаблению тенге. Однако, из-за всевозможных ограничений со стороны Нацбанка объем торгов долларами США в этом месяце составил лишь 2 663 млн долларов США. Для примера, среднемесячный объем торгов в 2021 году был 2 880 млн USD. То, что во время паники не выросли объемы торгов долларами США говорит об искусственном ограничении торгов и громадном неудовлетворенном спросе на валюту в этом месяце, что еще больше разогрело панические настроения.

В своем ежемесячном заявлении о ситуации на валютном рынке в феврале 2022 года Нацбанк отметил, что общий объем валютных интервенций в этом месяце составил всего 274 млн долларов США, что говорит о неадекватной реакции Нацбанка на панику на валютном рынке. Также в этом заявлении говорилось, что дополнительную поддержку валютному рынку оказали продажи валюты из Нацфонда в размере 510 млн долларов, в рамках обязательной продажи части валютной выручки в феврале госкомпаниями было реализовано 191 млн долларов.

В результате неадекватных действий Нацбанка в феврале, в марте он был вынужден резко увеличить продажи долларов по каждому из трех направлений (прямые интервенции, продажи из Нацфонда и продажи госкомпаний). Объем валютных интервенций в марте 2022 года составил 991 млн долларов США (3,6 раз больше, чем в феврале). Продажи валюты из Нацфонда были уже в размере 891 млн долларов (в 1,7 раз больше, чем в феврале). Госкомпании продали валюты в марте на сумму 233 млн долларов (в 1,2 раз больше, чем в феврале). Объем торгов USD в марте составил 3 394 млн долларов США, что было лишь в 1,3 раза больше, чем в феврале.

Из этого примера можно однозначно сказать, что если бы Нацбанк не ограничивал бы валютный рынок и адекватно и своевременно сделал бы валютные интервенции в феврале, то их общая сумма за февраль и март была бы существенно меньше и панику на валютном рынке можно было загасить на самом раннем этапе. При этом колебания курса тенге в феврале – марте 2022 года были бы гораздо меньше, что положительно сказалось бы на макроэкономических показателях страны, а также на доверии рынка к Нацбанку и тенге.

Проблемы коммуникационной политики Нацбанка на валютном рынке

Как отмечает Нацбанк в своей Стратегии, активная и прозрачная коммуникационная политика регулятора должна быть направлена на рост доверия населения и предприятий к действиям Нацбанка. На сегодня коммуникации регулятора по базовой ставке и инфляции выглядят адекватными и практически полностью соответствуют лучшей мировой практике, однако освещение ситуации на валютном рынке вызывает серьезные вопросы.

Прежде всего стоит отметить, что в отсутствие формальных правил по деятельности Нацбанка на валютном рынке его коммуникационная политика менялась в разные периоды. Например, в 2019 году без каких-либо объяснений Нацбанк прекратил публиковать опросы по ожиданиям населения по курсу тенге, при этом регулятор до сих пор не публикует эту очень важную информацию. По нашему мнению, данный показатель по девальвационным ожиданиям не менее важен, чем результаты опроса населения по инфляционным ожиданиям, которым Нацбанк уделяет адекватное внимание. До прекращения публикации опроса уровень девальвационных ожиданий в обществе был очень высоким, что говорило о недоверии населения к нацвалюте и действиям Нацбанка на валютном рынке. Интересно было бы узнать, какая ситуация с девальвационными ожиданиями на сегодня.

Другой большой проблемой по коммуникационной политике Нацбанка на валютном рынке являются непоследовательные и противоречивые объяснения регулятора по резким колебаниям курса тенге, когда он связывает их с изменениями отдельных экономических факторов (изменения в цене на нефть, курсе рубля, притоке инвестиций нерезидентов и так далее). Однако, как это было показано ранее, связь курса тенге с этими факторами была очень слабой, несимметричной, и часто тенге реагировал на них противоположным образом. То есть, такие объяснения Нацбанка по изменениям курса тенге не вызывали и до сих пор не вызывают доверия у рынка.

Наконец, серьезной проблемой по коммуникационной политике Нацбанка на валютном рынке являются постоянные заявления Нацбанка о «свободном» плавании тенге, что также не вызывает доверия у рынка. Например, как описывалось ранее, в марте 2022 года во время паники на валютном рынке Нацбанк резко увеличил продажи валюты из Нацфонда до суммы в 891 млн долларов (против 510 млн в феврале). Как сообщил регулятор в ежемесячном заявлении в апреле 2022 года – данные продажи из Нацфонда *оказали поддержку тенге в рамках мер по стабилизации рынка*.

С другой стороны, в мае и июне 2023 года курс тенге к доллару продемонстрировал необыкновенную стабильность и находился в районе 445-450 KZT/USD, однако продажи долларов из Нацфонда составили 800 млн долларов в мае и 550 млн в июне. В отличие от кризисного февраля и марта 2022 года, в этом случае Нацбанк ничего не говорил о влиянии на курс тенге больших объемов продаж долларов из Нацфонда.

В целом можно отметить, что заявления Нацбанка о том, что в операциях со средствами Нацфонда он будет соблюдать принцип рыночного нейтралитета вызывает два вопроса. Во-первых, Нацбанк ни в одном официальном документе не объясняет, как этот принцип работает на практике. Во-вторых, продажа или покупка валюты из Нацфонда в больших объемах однозначно будет существенно влиять на спрос и предложение на валютном рынке, что обязательно должно двигать курс тенге в ту или иную сторону, вне зависимости от использования «принципа нейтралитета».

Бюджетная политика оказывает очень большое влияние на курс тенге

В нефтяных недиверсифицированных странах контрцикличные бюджетные правила играют главную роль для стабилизации экономики и бюджета при резких изменениях цен на нефть. Здесь важно подчеркнуть, что в Казахстане с точки зрения управления инфляцией, курсом нацвалюты и процентными ставками контрцикличные фискальные правила играют гораздо большую роль, чем денежно-кредитная политика Нацбанка.

Суть контрциклической бюджетной политики для стран – экспортеров нефти заключается в том, что государственные расходы не должны резко меняться ни при низкой, ни при высокой цене на нефть. Благодаря правильному контрциклическому использованию нефтяного фонда (Национальный фонд в Казахстане) создается макроэкономическая стабильность в стране – за счет стабилизации экономического роста, бюджетных расходов, инфляции и курса нацвалюты.

Когда цены на нефть высокие, то увеличиваются налоговые и прочие доходы правительства. Однако в таких условиях оно не должно увеличивать государственные расходы, а должно накапливать нефтедоллары в суверенном нефтяном фонде (в Нацфонде). Таким образом, в благоприятный период высоких цен на нефть власти стерилизуют экономику от избытка нефтедолларов, избегая сильного укрепления тенге, которое может привести к знаменитой «голландской болезни» в экономике.

С другой стороны, при падении цен на нефть снижаются доходы бюджета и экспортная выручка нефтяного сектора, что оказывает непосредственное влияние на торговый и текущий счет платежного баланса, углубляя его дефицит, что оказывает сильное давление на национальную валюту в сторону ее ослабления. В

соответствии с нормальной контрциклической фискальной политикой, при резком и продолжительном снижении цены на нефть правительство может и должно увеличить использование своего нефтяного фонда для поддержания государственных расходов на прежнем уровне, вне зависимости от упавших доходов сырьевого сектора экономики. В результате более высокая продажа иностранной валюты из нефтяного фонда на местной валютной бирже (для финансирования бюджета в период низких цен на нефть) не позволяет нацвалюте значительно обесцениться.

Таким образом, правильно выстроенная контрциклическая бюджетная политика снижает глубокую зависимость курса от цен на нефть, делая его гораздо более стабильным, несмотря на резкие изменения цен на нефть. Однако на сегодня одна из ключевых проблем текущей бюджетной политики – это её проциклическость. Проциклическость бюджетной политики действует противоположным образом и только резко усиливает зависимость курса тенге от изменений цен на нефть.

Интересно отметить, несмотря на проциклическость бюджетной политики, курс тенге плохо реагировал на большие изменения в цене на нефть. Это еще один аргумент к тому, что продажа или покупка долларов из Нацфонда не следует принципу «рыночного нейтралитета», что означает, что в стране вместо «свободного плавания» тенге неявно используется режим плавания тенге, управляемого Нацбанком.

Антирыночное вмешательство государства в деятельность финансового рынка

В своем отчете о [проблемах высоких процентных ставок в Казахстане](#) мы говорили о сильном негативном влиянии льготного государственного кредитования экономики на развитие финансового рынка и на осуществление монетарной политики в Казахстане. Льготное государственное кредитование оказывает такое же негативное влияние и на курс тенге, и на развитие валютного рынка.

Снижение стоимости денег в экономике за счет льготного государственного кредитования отдельных категорий бизнеса или населения по низкой ставке приводит к неравномерному и нерыночному распределению ликвидности в экономике, что ведет к искажению стоимости денег на финансовом рынке. Снижается эффективность воздействия мер денежно-кредитной политики на реальный сектор, а также действенность процентного, кредитного и валютного каналов трансмиссионного механизма.

Помимо этого, начиная с 2016 года в банковской системе присутствует большой структурный профицит ликвидности. Такая избыточная ликвидность в банковской системе сама по себе оказывает давление на курс тенге. Однако помимо этого правительство через различные государственные программы вливает дополнительную ликвидность в экономику по ставкам гораздо ниже базовой. В таких условиях Нацбанк вынужден поднимать базовую ставку для связывания ликвидности на денежном рынке, чтобы не допустить перетока средств в тенге на валютный рынок с последующим давлением на обменный курс.

Рекомендации по курсовой политике Нацбанка

Режим плавающего курса тенге, управляемого Нацбанком

Как отмечалось ранее в документе, низкая ликвидность и неразвитость валютного рынка приводят к невозможности «свободного плавания» тенге в Казахстане. По нашему мнению, с момента внедрения режима «инфляционного таргетирования» и до сегодняшнего дня «плавание» курса тенге находится под управлением Нацбанка. Мы считаем, что Нацбанк должен официально признать, что он использует режим управляемого плавания тенге, и что такой режим будет сохраняться до полноценного развития фондового, денежного и валютного рынков в Казахстане.

Управление плавающим курсом нацвалюты не противоречит режиму инфляционного таргетирования, авторитетные международные исследования поддерживают такую точку зрения, включая рекомендации IMF и BIS. Самое главное, чтобы курс тенге продолжал плавать в соответствии с фундаментальными факторами.

Такой переход на управляемый курс тенге не изменит риторику Нацбанка. Он продолжит говорить то, что написано в Стратегии: «*Национальный Банк сохраняет свое присутствие на внутреннем валютном рынке, при необходимости совершая операции по прямой покупке или продаже иностранной валюты, что позволяют балансировать спрос и предложение иностранной валюты, ограничивая избыточные изменения обменного курса, не обусловленные изменениями фундаментальных факторов*».

Главное отличие от текущего подхода будет заключаться в том, что регулятор признает, что из-за неразвитости и низкой ликвидности он активно участвует на валютном рынке и, что основанная цель его вмешательства в

рынок — это приводить курс тенге к так называемому равновесному состоянию, который находится в балансе по отношению к фундаментальным факторам. Режим управляемого плавания тенге будет работать до того времени, когда финансовый рынок Казахстана будет достаточно развит, чтобы рыночные силы сами могли двигали курс в нужном направлении.

При режиме управляемого плавания тенге Нацбанк должен будет регулярно пояснять рынку, какие факторы и как сильно влияют на курс, и он должен следить за тем, чтобы плавание курса коррелировало с этими факторами. Такая практика улучшит понимание рынка о том, почему меняется курс, и повысит доверие к действиям Нацбанка и курсу тенге. Также такая практика будет способствовать развитию рынка производных финансовых инструментов, поскольку исходя из прогнозов по изменениям в фундаментальных факторах, участники валютного рынка смогут прогнозировать изменения курса тенге и будут пытаться хеджировать свои валютные риски на финансовом рынке.

На сегодня есть множество авторитетных исследований о том, как определить равновесный курс, который будет соответствовать внешним и внутренним фундаментальным факторам. С точки зрения коммуникационной политики Нацбанк не должен давать свои прогнозы (цели) по курсу тенге или объяснять детали своих моделей по определению равновесного курса тенге. Фундаментальные факторы, влияющие на курс тенге, постоянно меняются и появляются новые факторы. Участники рынка должны сами учиться прогнозировать изменения курса.

Необходима кардинальная реформа бюджетной политики

Для ограничения сильной волатильности и неопределенности обменного курса, связанных с изменениями цены на нефть, правительству следует жёстко следовать полноценной контрциклической бюджетной политике. О глубоких проблемах бюджетной политики, которые негативно влияют на макроэкономические показатели Казахстана (включая валютный курс), мы писали в [отдельном документе](#).

Покупка и продажа валюты из Нацфонда в рамках исполнения бюджетной политики является одним из ключевых фундаментальных факторов, влияющих на курс тенге. С точки зрения коммуникационной политики Нацбанк должен в деталях пояснять влияние обменных операций Нацфонда на курс тенге.

Со стороны правительства необходима полная прозрачность по всем операциям Нацфонда и по бюджетной политике в целом. Например, на сегодня у рынка до сих пор нет понимания как валюта поступает в Нацфонд. Также нет информации по обменным операциям для осуществления прямого кредитования (через облигационные займы) ФНБ «Самрук-Казына» из Нацфонда. Для полного понимания деятельности Нацфонда необходима публикация аудированной финансовой отчётности фонда, подготовленной в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности.

Для повышения эффективности курсовой политики и всей денежно-кредитной политики Нацбанка в целом в рамках проведения бюджетной реформы в Казахстане нужно немедленно прекратить практику государственного финансирования бизнеса и населения по ставкам ниже рыночных.

Необходимы четкие и равномерные графики купли/продажи валюты из Нацфонда

Как было сказано ранее, продажа и покупка валюты из Нацфонда играет очень важную роль в снижении сырьевой зависимости курса тенге. Однако проциклическая бюджетная политика и неравномерные продажи валюты из Нацфонда только усиливают волатильность и непредсказуемость обменного курса. Ранее мы писали о большом негативном влиянии проциклической бюджетной политики на экономику и курс тенге. Другой большой проблемой является неравномерные продажи валюты из Нацфонда. Например, в январе 2023 года из Нацфонда на валютной бирже было продано 228 млн долларов США, в мае – 800 млн, и в июне 550 млн. Такие большие изменения в предложении долларов США из Нацфонда на валютной бирже очень негативно влияют на ликвидность валютного рынка и курс тенге.

В рамках полноценной контрциклической бюджетной политики очень важно иметь четкое планирование и строгие правила по купле и продаже валюты из Нацфонда. Ежемесячные равномерные планы по покупке и продаже иностранной валюты из Нацфонда на следующий год должны быть заранее запланированы правительством и включены в государственный бюджет, представляемый на рассмотрение Парламенту. Ежегодное утверждение планов по обменным операциям Нацфонда в парламенте повысит дисциплину правительства. Данный график должен быть известен участникам валютного рынка, а Нацбанк должен выполнять этот график в соответствии с принципами рыночной нейтральности.

Необходимы четкие правила для валютных интервенций Нацбанка

Валютные интервенции, основанные на правилах, становятся все более распространенной практикой у Центральные банки (монетарных регуляторов), особенно с точки зрения обеспечения финансовой и макроэкономической стабильности в стране.

Международные исследования показывают, что валютные интервенции, основанные на правилах, имеют тенденцию к большей стабилизации валютного рынка, чем произвольные интервенции, из-за более сильного влияния на курсовые ожидания участников рынка. Такие интервенции являются более эффективным способом укрепить связь между обменными курсами и фундаментальными факторами в случае, когда участники располагают неоднородной рыночной информацией и разными курсовыми ожиданиями.

В мире есть разные рекомендации по формированию правил по валютным интервенциям Центрального банка. В любом случае участники рынка должны иметь понимание о том, как эти правила работают. С точки зрения коммуникационной политики после проведения валютных интервенций монетарный регулятор должен давать исчерпывающую информацию по проведенным интервенциям. Для оценки влияния интервенций Нацбанка на курсовые ожидания населения и участников рынка регулятору необходимо возобновить практику публикации опросов по ожиданиям, касательно динамики обменного курса тенге по отношению к основным валютам.

Существенным дестабилизирующим фактором на валютном рынке Казахстана являются притоки и оттоки средств иностранных портфельных инвесторов. Потоки таких средств могут быть очень существенными для рынка, что может оказывать сильное давление на курс тенге. Обычно такие инвестиции нерезидентов имеют краткосрочный характер и идут на покупку государственных ценных бумаг в тенге для получения прибыли на «процентом арбитраже». Для поддержания финансовой стабильности на рынке у Нацбанка должны быть отдельные правила по интервенциям для нейтрализации негативного влияния на валютный рынок таких краткосрочных спекулятивных иностранных инвестиций. Также похожие правила по интервенциям можно использовать для устранения краткосрочного эффекта налоговых недель экспортеров сырья.

Одним из главных дестабилизирующих факторов на валютном рынке Казахстана являются непрогнозируемые и неравномерные размеры купли/продажи валюты для Нацфонда. Без четкого планирования и жесткой дисциплины по купле и продаже валюты из Нацфонда со стороны правительства, правила Нацбанка по валютным интервенциям будет очень трудно использовать.

Необходим отдельный документ по курсовой политике и развитию валютного рынка

Мы считаем, что по аналогии со Стратегией денежно-кредитной политики у Нацбанка должна быть отдельная «Стратегия по курсовой политике и развитию валютного рынка до 2030 года».

В документе должен быть объявлен режим управляемого плавления курса тенге и должны быть четкие пояснения и правила о том, как Нацбанк будет управлять курсом. Особое внимание в документе должно уделяться коммуникациям по курсовой политике. И хотя в последнее время Нацбанк максимально расширяет прозрачность по операциям на валютном рынке с его участием, на сегодня нет обязывающих правил по такой прозрачности и остаются серые зоны по раскрытию информации для рынка, включая внебиржевые обменные операции. В документе Нацбанк должен строго следовать основному принципу центральных банков – говори, что планируешь, и объясняй, что делаешь.

Очень важной частью этого документа должны стать планы по развитию валютного рынка и развитию производных финансовых инструментов. Необходимо максимально расширять число и разнообразие участников на валютной бирже и упростить доступ к ней. Нацбанк должен взять на себя инициативу для активного стимулирования развития рынка инструментов хеджирования валютного риска (фьючерсы, форварды, свопы, опционы). Для развития эффективности валютного рынка необходимо упрощать валютное регулирование и развивать информационные технологии, инфраструктуру и новые продукты на рынке.

Мурат Темирханов, Советник председателя правления

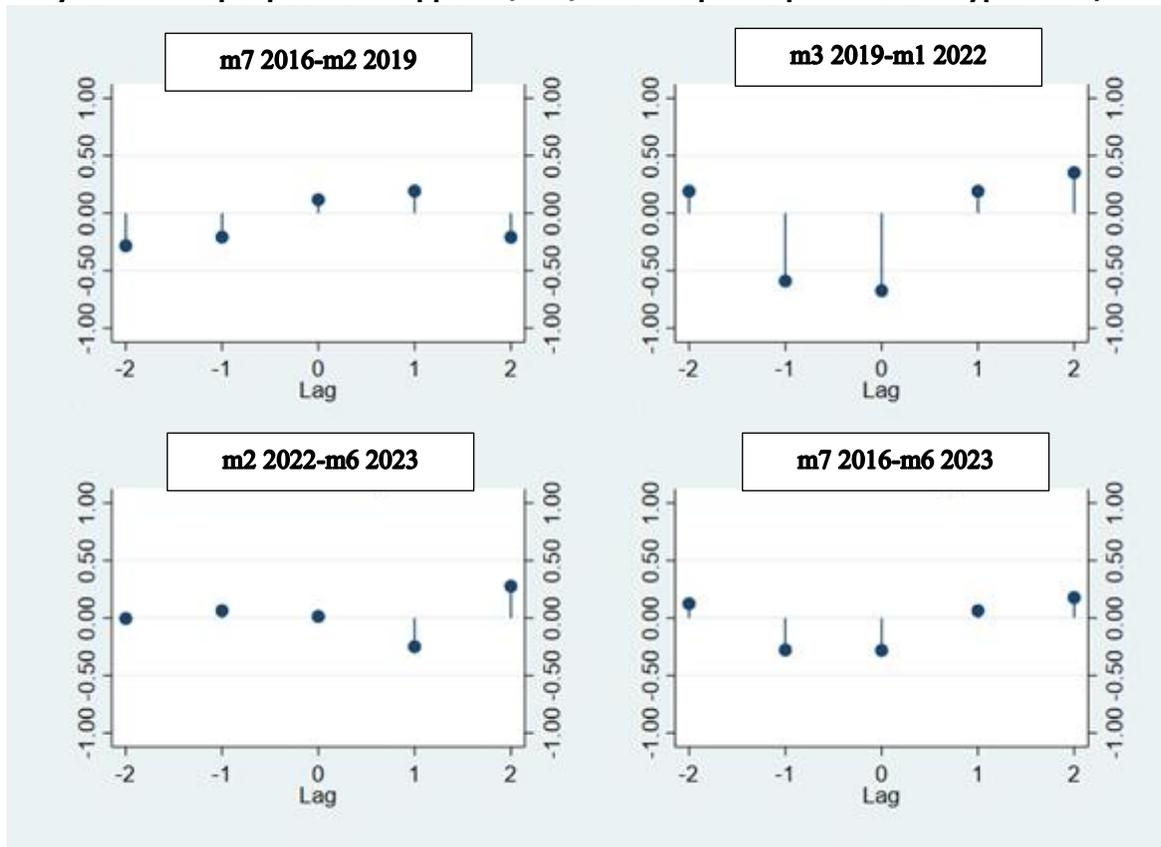
Мадина Кабжалялова, Главный аналитик

При использовании материала из данной публикации ссылка на первоисточник обязательна.

ПРИЛОЖЕНИЕ А

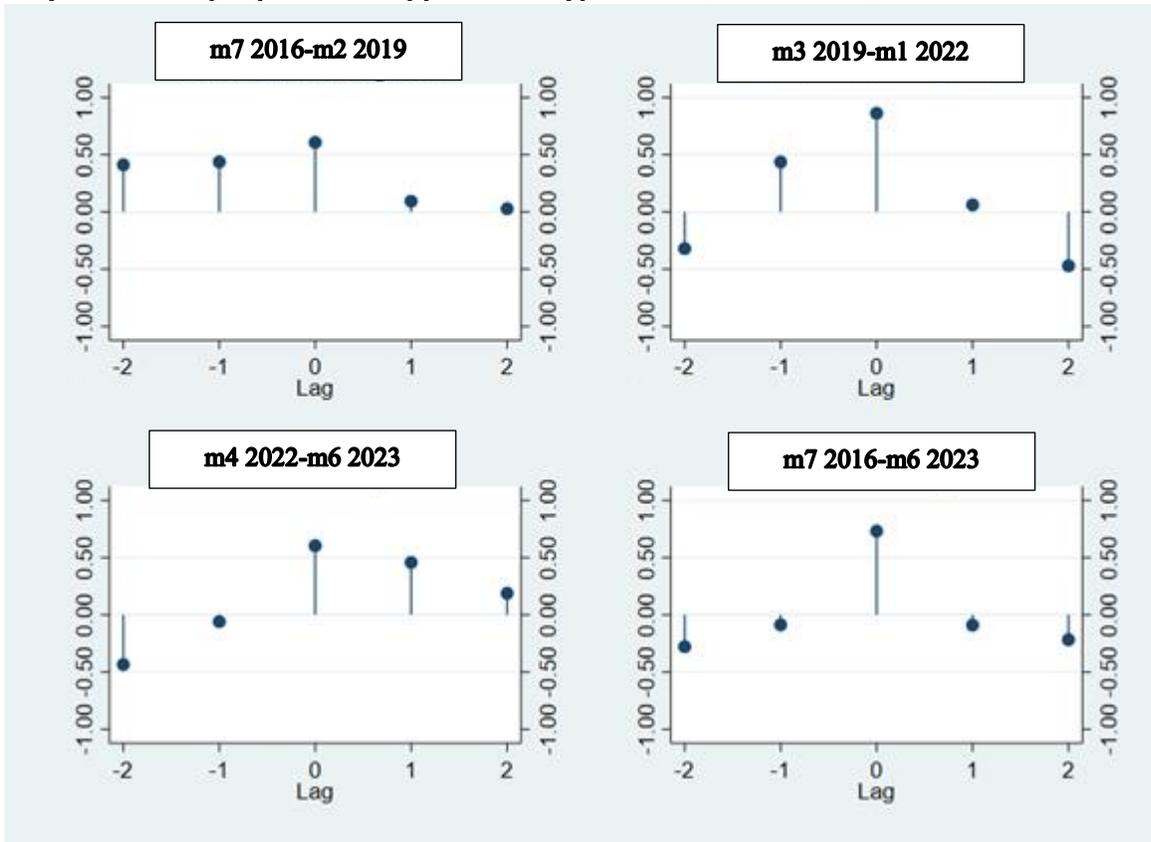
Корреляция двух переменных – это статистический показатель той степени, в которой переменные связаны и меняются. Коэффициент корреляции находится в диапазоне от -1,0 до +1,0. Корреляция +1 означает, что две переменные движутся в одном направлении постоянно. Корреляция -1 подразумевает, что пара переменных движется в противоположном направлении постоянно. Нулевое значение подразумевает, что связь отсутствует и совершенно случайна. В анализе используются временные ряды – темпы изменений в факторах и курсе доллара к тенге.

Рисунок А1. Перекрестная корреляция цен на нефть марки Brent и курса USD/KZT



Источник: расчеты автора на основе статистического пакета Stata

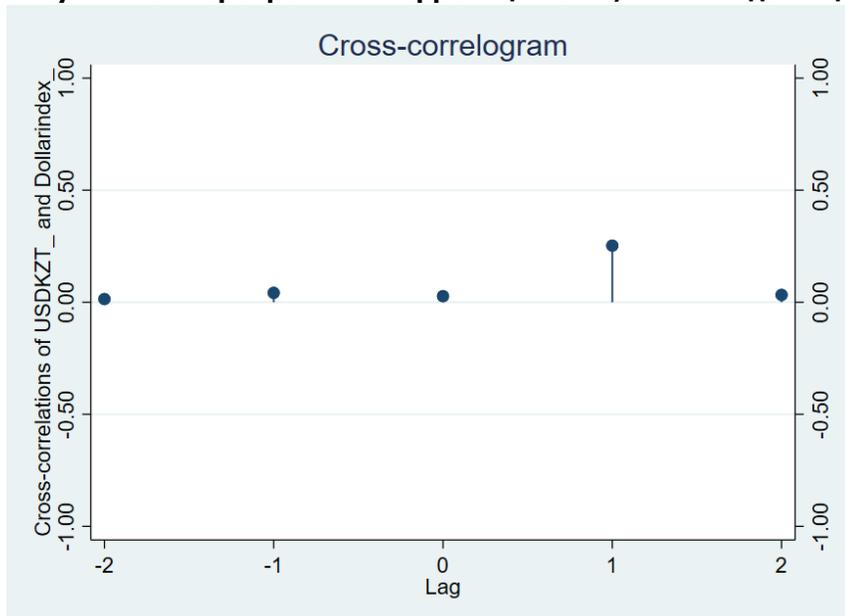
Рисунок А2. Перекрестная корреляция курсов USD/RUB и USD/KZT



Источник: расчеты автора на основе статистического пакета Stata

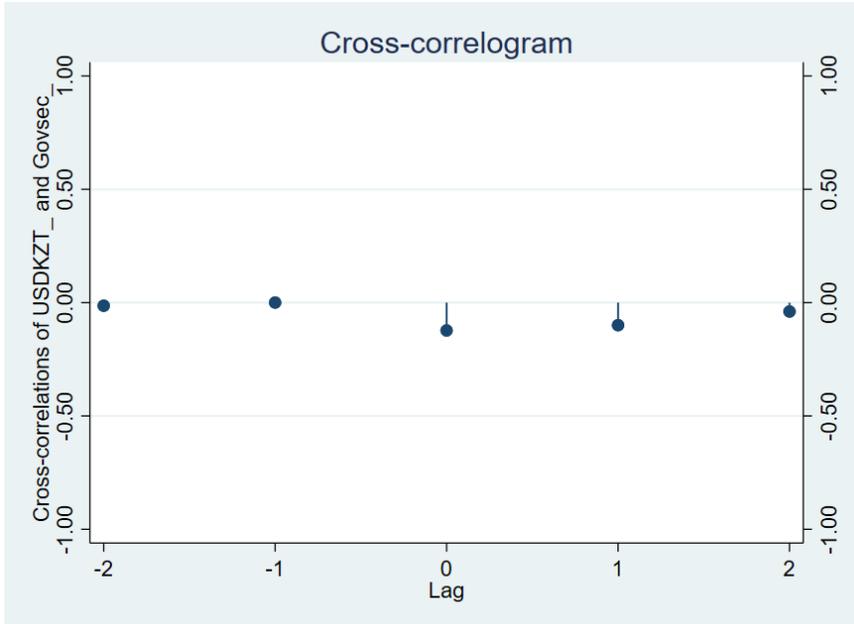
Примечание: из анализа в третьем периоде (март 2022-июнь 2023) был исключен март 2022, поскольку начало военных действий в Украине было сильнейшим шоком на глобальных рынках, и реакция валютного курса может исказить устойчивые связи между переменными.

Рисунок А3. Перекрестная корреляция USD/KZT и индекса доллара США



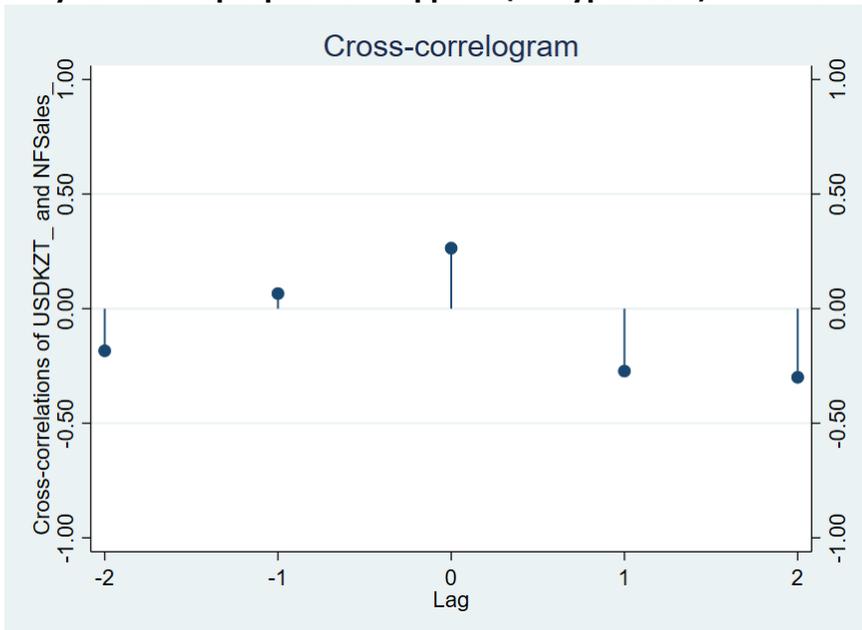
Источник: расчеты автора на основе статистического пакета Stata

Рисунок А4. Перекрестная корреляция USD/KZT и объема обращения ГЦБ нерезидентов



Источник: расчеты автора на основе статистического пакета Stata

Рисунок А5. Перекрестная корреляция курса USD/KZT и валютных трансфертов из Нацфонда



Источник: расчеты автора на основе статистического пакета Stata

ПРИЛОЖЕНИЕ В

Таблица 1.

USDKZT_	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
Brent_	-.036	.023	-1.57	.125	-.083	.011	
USDRUB_	.318	.046	6.97	0	.225	.41	***
Dollarindex_	.187	.183	1.02	.312	-.183	.558	
Constant	.001	.004	0.31	.761	-.006	.008	
Mean dependent var	0.004		SD dependent var	0.035			
R-squared	0.621		Number of obs	42			
F-test	20.738		Prob > F	0.000			
Akaike crit. (AIC)	-195.086		Bayesian crit. (BIC)	-188.135			

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

Уравнение регрессии:

$$\Delta \ln (\text{USD/KZT})_t = \alpha + \beta * \Delta \ln (\text{Brent}) + \delta * \Delta \ln (\text{USD/RUB}) + \gamma * \Delta \ln (\text{Dollarindex}) + \varepsilon t$$

Таблица 2.

USDKZT_	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
Brent_	-.034	.023	-1.46	.153	-.08	.013	
USDRUB_	.316	.047	6.76	0	.221	.411	***
Dollarindex_	.175	.181	0.97	.34	-.192	.541	
GS_NF_	.013	.011	1.20	.239	-.009	.035	
Constant	.002	.004	0.50	.619	-.005	.009	
Mean dependent var	0.004		SD dependent var	0.036			
R-squared	0.652		Number of obs	41			
F-test	16.832		Prob > F	0.000			
Akaike crit. (AIC)	-190.838		Bayesian crit. (BIC)	-182.270			

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

Уравнение регрессии:

$$\Delta \ln (\text{USD/KZT})_t = \alpha + \beta * \Delta \ln (\text{Brent}) + \delta * \Delta \ln (\text{USD/RUB}) + \gamma * \Delta \ln (\text{Dollarindex}) + \mu * \Delta \ln (\text{GS_NF}) + \varepsilon t$$

где GS_NF – сумма изменений объемов обращения ГЦБ нерезидентов на конец периода и валютных трансфертов из Нацфонда

© 2023 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.

© 2023 г., все права защищены.

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance