

3 декабря 2024 года

В октябре мы уже писали о [неэффективности курсовой политики Нацбанка](#), когда он дал возможность курсу тенге к доллару преодолеть психологическую отметку в 490 USDKZT при отсутствии фундаментальных факторов для такого ослабления. Ситуация во многом повторилась в конце ноября и в первый рабочий день декабря. Только в этот раз в конце ноября Нацбанк потратил \$1 млрд на валютные интервенции.

В конце ноября на фоне большой неопределённости как на внутреннем, так и на внешнем рынке на валютной бирже Казахстана возник ажиотажный спрос на валюту при отсутствии предложения. В результате обменный курс доллара США к тенге преодолел психологическую отметку в 500, что еще больше усилило спрос. 28 ноября на бирже максимальный курс доллара к тенге составлял 519,7. Чтобы остановить дальнейшее ослабление нацвалюты в конце ноября Нацбанк начал проводить валютные интервенции, которые достигли суммы \$1 млрд. Тем не менее, в понедельник ажиотаж на валютной бирже продолжился и максимальный курс доллара к тенге уже составлял 530,8.

Отметим, что год назад мы выпускали отдельную публикацию о проблемах [курсвой](#) политики Нацбанка. В последнее время как на внутреннем, так и на внешнем рынках неожиданно возникла большая неопределённость, в результате чего эти проблемы политики Нацбанка вновь четко проявились. По нашему мнению, недоверие к тенге и регулярное возникновение необычайно высокого спроса на валюту в Казахстане происходит из-за процикличности бюджетной политики правительства. Тем не менее, на наш взгляд, Нацбанк при проведении своей курсовой политики мог бы делать гораздо больше, последовательно сглаживая большие отклонения курса тенге от влияния фундаментальных факторов, проводя политику управляемого плавания тенге.

Прогноз курса тенге на конец этого года

В сентябре наш прогноз по курсу доллара к тенге на конец 2024 года (равновесный курс, рассчитанный на основе фундаментальных факторов) составил 485. В то время не были известны итоги выборов в США и ожидания по цене на нефть на конец 2024 года были в диапазоне \$75 - \$80 за баррель. Также в сентябре стало известно о дополнительном трансферте из Нацфонда в бюджет в размере Т2 трлн до конца текущего года, что сохранило высокий ежемесячный уровень продаж валюты из Нацфонда в 2024 году. Отметим, что избыточная продажа долларов из Нацфонда на валютной бирже Казахстана приводит к нерыночному укреплению тенге.

5 ноября выборы в США выиграл Дональд Трамп, и его предвыборные обещания привели к глобальному укреплению доллара США и некоторому снижению цен на нефть. Также это привело к изменению прогнозов с новыми ожиданиями по дальнейшему снижению цен на нефть на следующий 2025 год. В частности, 29 ноября Нацбанк изменил свой прогноз по средним ценам на нефть в 2025 году с \$75 до \$70 за баррель. Исторически курс тенге практически не реагировал на международный индекс доллара, однако из-за сырьевой зависимости экономики Казахстана курс тенге чувствителен к значительным изменениям цены на нефть, особенно в случаях ожиданий значительного падения этой цены. В связи с изменениями в этих фундаментальных факторах, сразу после выборов США, мы изменили наш прогноз по курсу USDKZT на конец 2024 года с 485 до 495, с учетом значительных продаж долларов из Нацфонда до конца года.

Затем 21 ноября были инициированы новые масштабные санкции против 52 кредитных организаций России, включая системно значимый Газпромбанк, через который проходили расчеты с иностранными потребителями российского газа. После этого за несколько дней курс доллара к

рублю преодолел важную психологическую отметку для России – 100 рублей за доллар, откатившись к минимумам 2022 года, когда началась война в Украине. На сегодня официальный курс доллара к рублю в России составляет 107. По нашему мнению, именно ослабление рубля к доллару в России из-за новых санкций вызвало ажиотажный спрос на доллары на валютной бирже в Казахстане, поскольку у населения и бизнеса до сих сохраняется мнение о высокой зависимости курса тенге к доллару от рубля к доллару.

На сегодня импорт из России составляет 29% от всего импорта в Казахстан, что является значительной долей и вызывает реакцию курса национальной валюты на резкие изменения курса рубля в России. Однако доля рублевых расчетов во всех внешнеторговых (импортных и экспортных) операциях Казахстана сравнительно небольшая, и такая реакция курса тенге на изменения курса рубля в России тоже должна быть относительно небольшой.

В связи со значительным ослаблением курса рубля в России в конце ноября мы изменили наш прогноз по курсу USDKZT на конец 2024 года (равновесный курс, рассчитанный на основе фундаментальных факторов) с 495 на 505 (рост на 2%). Хотя средний курс USDKZT на 2 декабря сложился на уровне 524,79, тем не менее в декабре 2024 года Нацбанк планирует продажу валюты из Нацфонда в размере от \$800 до \$900 млн, не приобретая валюту для ЕНПФ. 19 ноября 2024 года в соответствии с постановлением Правительства была возобновлена норма об обязательной продаже 50% валютной выручки субъектами квазигосударственного сектора. По оценке Нацбанка такие продажи валюты квазигосударственным сектором приведут к стабильным ежемесячным продажам в районе \$500 млн, что также стабилизирует валютный рынок.

Прогнозный курс доллара к тенге на 2025 год мы представим в январе или феврале следующего года, по мере снижения неопределенности касательно выполнения предвыборных обещаний нового президента США. Сейчас можно определенно сказать, что самым серьезным фактором возможного будущего обесценения тенге может стать закрепление цены на нефть на уровне ближе к \$60 за баррель.

Многие эксперты считают, что укрепление тенге по отношению к рублю ниже уровня 5,0 тенге за рубль приведет к быстрому росту импорта из России, из-за чего пострадают отечественные производители, особенно в сельском хозяйстве. По нашему мнению, такое укрепление тенге к рублю не будет иметь заметного негативного влияния на экономику Казахстана. Слабый рубль дает возможность увеличить экспорт из России в Казахстан, однако одновременно в России резко выросла инфляция, и возросшие рублевые цены будут компенсировать ослабление рубля к тенге. Также существуют и другие ограничения роста импорта из России. В целом мы не видим проблемы, если тенге укрепится к рублю в районе 4,0 RUBKZT.

Что снижает доверие к нацвалюте

По нашему мнению, курс доллара к тенге, сложившийся 2 декабря (524,79 USDKZT), не соответствует фундаментальным факторам. По нашим расчетам, равновесный курс, рассчитанный на основе фундаментальных факторов, должен быть в районе 505.

В целом, ажиотажный спрос на доллары в конце ноября, который вынудил Нацбанк провести валютные интервенции на сумму \$1 млрд, а затем дальнейшее ослабление тенге в первый рабочий день декабря свидетельствуют о низком доверии бизнеса и населения к курсу нацвалюты. Низкое доверие к нацвалюте прежде всего связано с непониманием рынка того, как формируется курс тенге в Казахстане.

Средний курс доллара к тенге в первой половине этого года составил 449, а в мае средний курс был еще ниже – 442. По нашему мнению, укрепление тенге в первой половине года не отражало состояние фундаментальных факторов в экономике. Такое укрепление происходило из-за проциклической бюджетной политики и слабой бюджетной дисциплины. До конца июля был использован практически весь объем трансфертов из Нацфонда, запланированный на весь год. Ускоренное использование трансфертов в первой половине года означало завышенные продажи валюты из Нацфонда, что и было основной причиной укрепления тенге.

Как мы неоднократно отмечали, правильно выстроенная контрциклическая бюджетная политика снижает глубокую зависимость курса национальной валюты от цен на нефть, делая его более стабильным. Однако на сегодня, помимо проциклической бюджетной политики, одна из ключевых проблем – это неравномерность ежемесячных продаж валюты из Национального фонда, что усиливает волатильность обменного курса тенге, что, в свою очередь, сильно сказывается на доверии рынка и населения к нацвалюте. Именно резкое снижение продаж валюты из Нацфонда в июне значительно ослабило тенге в тот период, после чего тенге практически непрерывно слабел до настоящего времени.

По нашему мнению, такая большая разница между средним курсом в мае (442 USDKZT) и на второе декабря (525 USDKZT) подрывает доверие к нацвалюте. Главной причиной таких значительных колебаний курса тенге в течение года были проциклическая бюджетная политика и слабая бюджетная дисциплина. Однако, исходя из несоответствия укрепления тенге фундаментальным факторам, монетарному регулятору следовало проводить валютные интервенции на рынке, покупая избыточные доллары и не позволяя тенге укрепиться в первой половине этого года.

С другой стороны, в первой половине года Нацбанк все же боролся с избыточным укреплением тенге, увеличивая покупки долларов для ЕНПФ. Однако мы считаем, что использование средств ЕНПФ для интервенций Нацбанка на валютном рынке противоречит политике дедолларизации экономики Казахстана. Например, долларизация депозитов в банках на конец сентября снизилась до 21%, а в октябре долларизация пенсионных активов выросла до 40%.

По нашему мнению, с учетом того, что укрепление тенге в первой половине года не соответствовало фундаментальным факторам, Нацбанку следовало проводить валютные интервенции в виде покупки долларов США в свои валютные резервы, чтобы не позволять курсу тенге сильно отклоняться от фундаментальных факторов. В последующем Нацбанк может использовать данные резервы для продажи валюты, когда будет происходить дефицит предложения на валютном рынке. Похожий подход использовался Нацбанком при покупке акций «Казатомпрома» в Нацфонд, чтобы предотвратить укрепление тенге в определенном момент времени. Для операции с «Казатомпромом» Нацбанк единоразово приобрел валюту из Нацфонда в свои валютные резервы, а затем продавал этот же объем валюты на рынке постепенно в течение четырех месяцев.

Другой проблемой курсовой политики Нацбанка является непоследовательность валютных интервенций внутри одного дня. Например, как мы писали ранее, 28 ноября на валютной бирже наблюдался аномальный спрос при отсутствии предложения, и максимальный курс доллара к тенге составлял 519,7. Однако курс в этот день начал стремительно расти при малых оборотах в самом начале первой сессии. В этот период уже было объявлено об использовании валютных интервенций, и непонятно, почему интервенции не использовались в начале сессии, чтобы ограничить возможную панику на валютной бирже, которая в конце концов и произошла в этот день. Нацбанк вмешался интервенциями только во второй половине дня и их большими суммами привел средний курс доллара к тенге уровню 512.

Примерно то же самое происходило и 2 декабря, когда в течение дня максимальный курс тенге достигал 530, а средний курс за день сложился на уровне 524. По нашему мнению, такие большие колебания курса тенге в течение дня также создают большое недоверие к тенге и к действиям Нацбанка, что стимулирует аномальный спрос и возможную панику.

Другим серьезным фактором влияния на курс тенге могут быть краткосрочные инвестиции нерезидентов в государственные ценные бумаги (ГЦБ), как мы уже отмечали в нашем обзоре курсовой политики. По нашим расчетам (по информации центрального депозитария) на конец апреля инвестиции нерезидентов в ГЦБ составляли Т535 млрд, а на конец октября они выросли до Т1 135 млрд, что является существенной суммой для нашего рынка. Если нерезиденты по каким-то причинам решат резко выйти из рынка ГЦБ Казахстана, то это однозначно окажет большое влияние на валютный рынок в сторону ослабления тенге. К сожалению, Нацбанк перестал комментировать изменения в инвестициях нерезидентов в ГЦБ в своем ежемесячном сообщении по валютному рынку, что снижает информированность рынка о факторах, влияющих на курсе тенге.

Еще раз отметим, что политика плавающего курса тенге крайне важна для Казахстана и необходимо ее продолжение. После внедрения строгих контрциклических бюджетных правил волатильность тенге, связанная с ценой на нефть и фискальной политикой, значительно уменьшится. В то же время останется высокая волатильность нацвалюты, связанная с неразвитостью фондового и валютного рынка и с незаякоренными девальвационными ожиданиями.

Мы считаем, что в период пока не сформируется развитый фондовый и валютный рынок необходимо рассмотреть возможность «управляемого плавающего курса», чтобы устранять резкие отклонения курса тенге от фундаментальных факторов и заякорить курсовые ожидания. Более подробно с рекомендациями можно ознакомиться в нашем отчете о проблемах [курсвой](#) политики.

Мурат Темирханов – Советник председателя Правления

При использовании материала из данной публикации ссылка на первоисточник обязательна.

© 2024 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.

© 2024 г., все права защищены.

Аналитический центр

Мадина Кабжалялова
Санжар Калдаров
Нурлан Канжанов
Динара Шоланова

+7 (727) 339 43 86

m.kabzhalyalova@halykfinance.kz

s.kaldarov@halykfinance.kz

n.kanzhanov@halykfinance.kz

d.sholanova@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance