

Барьеры для макроэкономической стабилизации в Казахстане

Сабит Хакимжанов*

6 марта 2015

Представлено в КазЭУ им Рыскулова
Алматы

Мнения, высказанные в данной презентации, являются моим личным мнением и не обязательно отражают официальную позицию АО Halyk Finance и его аффилированных лиц



Зависимость от нефти и роль макроэкономики

Рост ВВП Казахстана связан с ростом цен на нефть -- высокая про-цикличность.

Замедление началось в 2011 году, когда нефть перестала расти, но рост поддерживался за счет стимула и потребительского кредитования.

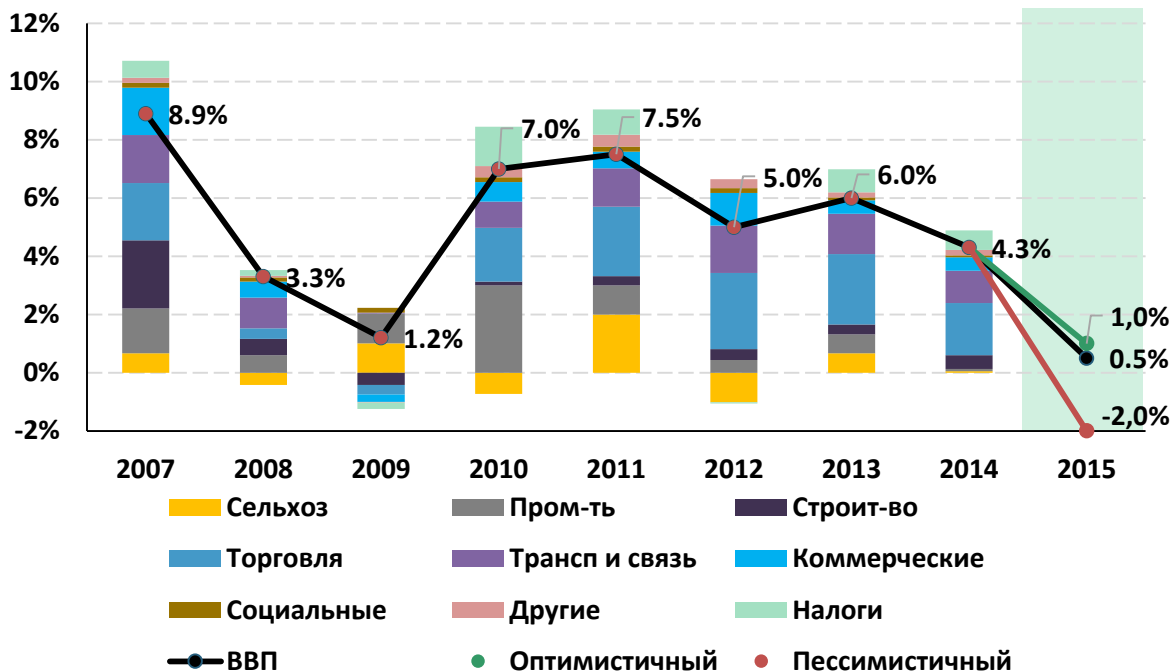
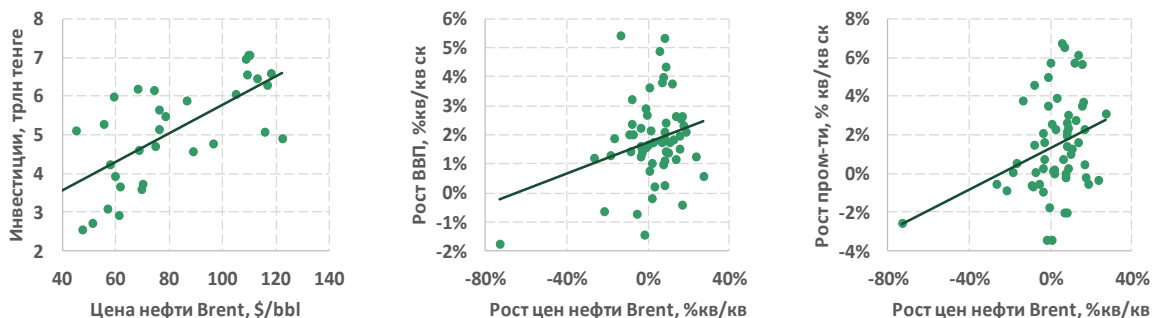
Замедление заметно во всех секторах, не только в промышленности.

Падение цен на нефть в конце 2014 резко замедлит рост ВВП Казахстана в 2015 году.

Контра-цикличная политика сглаживает влияние нефти на экономику, способствует диверсификации.

Про-цикличная политика усиливает социальные и экономические шоки, зависимость от нефти, снижает эффективность.

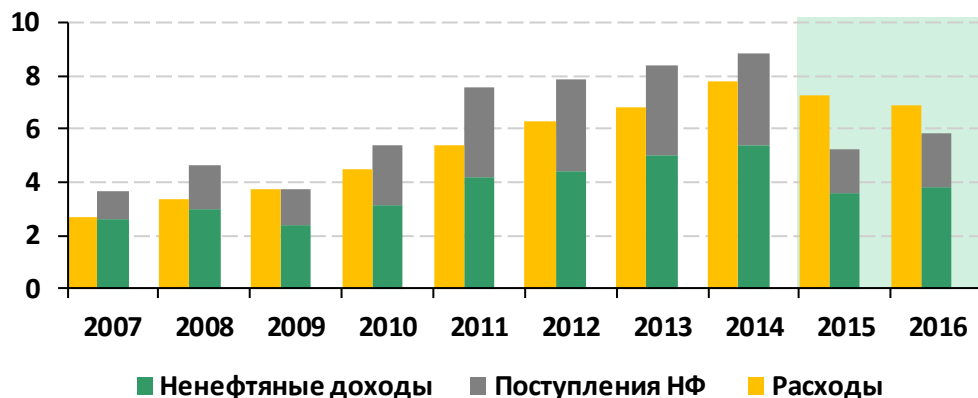
Зависимость Казахстана от цен на нефть



Сокращение бюджета

Сокращение или сглаживание расходов?

Трлн тенге

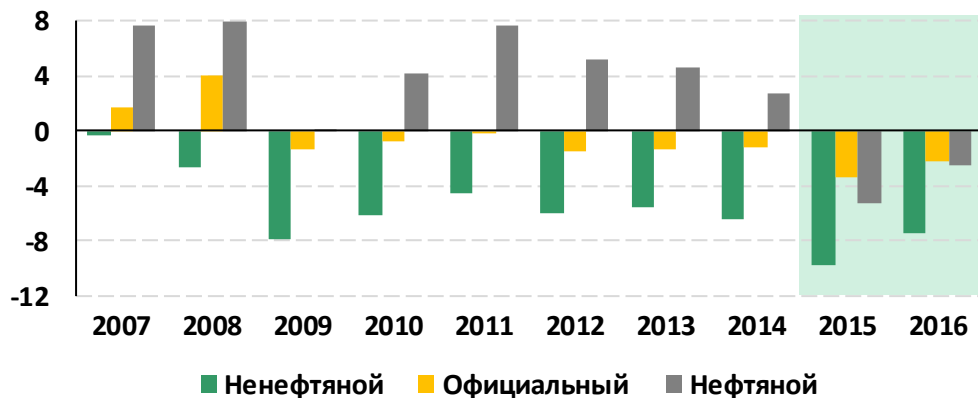


Ненефтяные доходы это налоговые поступления правительства

Поступления НФ - поступления налогов с экспортеров нефти

Какой-такой дефицит?

% ВВП



Ненефтяной дефицит = ненефтяные доходы - расходы

Официальный дефицит = ненефтяные доходы + трансферты из НФ - расходы

Нефтяной дефицит = ненефтяные + нефтяные доходы - расходы

В феврале бюджет 2015 года был урезан на 10%.

Новый бюджет

доходы[^] - 40%г/г

расходы - 7% г/г

баланс бюджета, %ВВП

+2,7 в 2014

-5,1% в 2015

[^] при Brent=\$60 в 2015, \$67 в 2016

Расходы сглажены, но слабо и большой ценой.

Контра-цикличность во время спада

Индикаторы дефицита

Официальный = рост госдолга. Трансферты маскировали ухудшение фискальной позиции.

Нефтяной = рост чистого долга. Наиболее точной индикатор фискальной позиции и ее тенденций.

Ненефтяной – устойчивый?

Нурлы Жол как стимул

Нурлы Жол 2015, млрд тенге

Кредит МСБ	100	БРК (Байтерек) – БВУ – приоритетные сектора
Фонд Проблемных Активов	250	В основном, ККБ и БТА
Строительство	81	Транспортные хабы, перерабатывающие заводы
EXPO-2017	40	Инфраструктура
Аэропорт Астаны Т2	29	Инфраструктура
Всего	500	

Трансферты из НФ в 2015 году, млрд долларов

	лимит по правилу	ноябрь 2014	февраль 2015
Гарантированные	9,2	9,2	9,2
Целевые	2,7	2,7	2,7
Нурлы Жол	<3	1,1	?

Стимулирование готовилось давно. Основными бенефициарами являются

- два банка с большой долей NPL
- МСБ и мелкие клиенты банков
- инфраструктура.

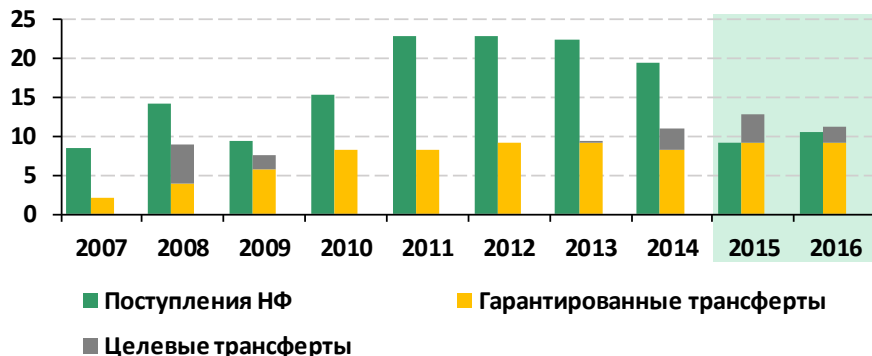
Все за счет Нацфонда.

На данный момент программа не была сокращена. Февральский бюджет не показывает распределение средств. Другие программы сокращены.

Фискальное правило

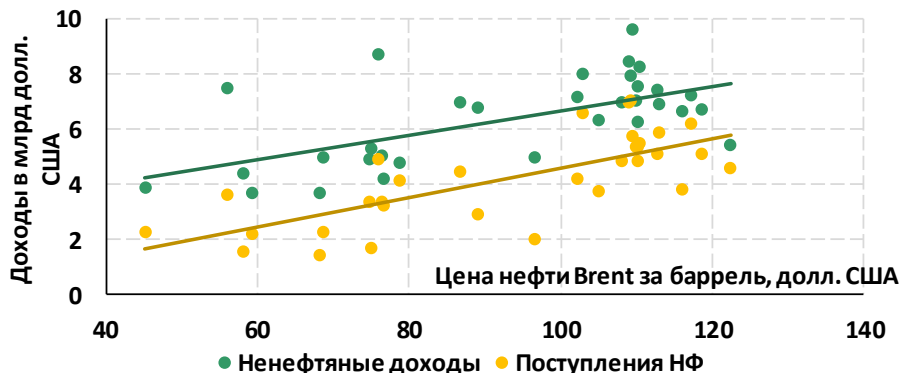
Поступления и оттоки Национального Фонда

Млрд долл. США



Поступления НФ - поступления налогов с экспортеров нефти

Зависимость нефтяных и ненефтяных доходов от цены на нефть



Нефтяные доходы - налоговые поступления правительства

Поступления НФ - поступления налогов с экспортеров нефти

Критерии фискального правила

- контра-цикличность
- долгосрочная устойчивость (риск non-adjustment Hausman)
- убедительность дисциплины исполнения
- неподверженность давлению исполнительной

Правило НФ по трансфертам

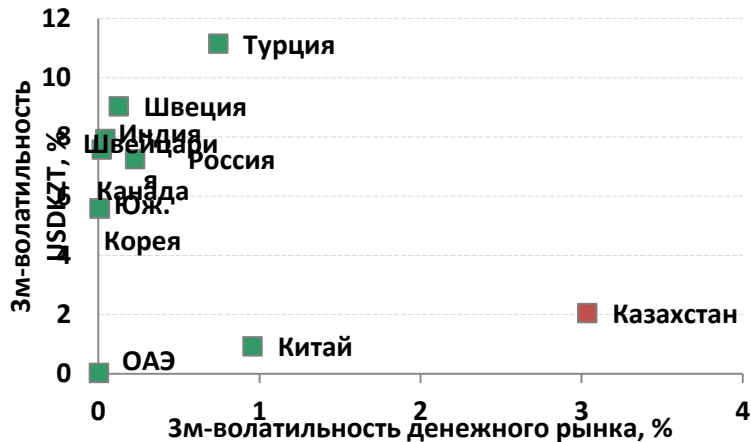
- Гарантированные = \$8млрд \pm 15%
- Целевые – произвольно

Возможности для улучшения

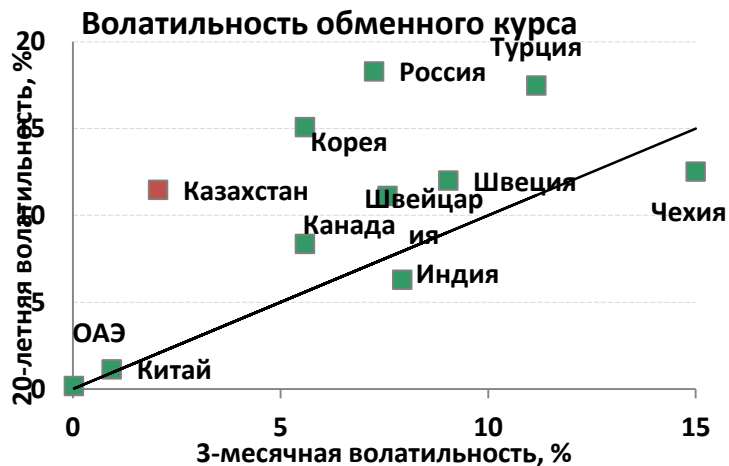
- Больше дисциплины и меньше произвольности, особенно в периоды перегрева (последние годы трансферты были использованы полностью)
- Более широкий диапазон гарантированных трансфертов
- Включить в правило ненефтяные доходы (сильная корреляция с нефтью)
- Rules sensitivity (to detect boom periods)
- Move away from government's objective of fixed GDP growth at all costs

Процикличность денежно-кредитной политики

Выгодный обмен ...



... или опасная иллюзия?



Фиксирование обменного курса = про-цикличная ДКП

Недооцененность Тенге когда нефть дорогая усиливает перегрев в период бума, низкие ставки, высокий спрос и рост кредита способствуют высокой инфляции.

Переоцененность Тенге когда нефть дешевая усиливает шок через финансовые ускорители, ведет к ужесточению кредитных условий, дефляции в периоды спада.

Привязка курса лишает ДКП свободы проведения наиболее контра-циклической политики

Долларизация как недоверие к режиму фиксированного курса

Девальвации помогают экономике в периоды спада, но подрывают доверие к национальной валюте и центральному банку.

Про-цикличность в периоды спада – основная причина недоверия к режиму фиксированного курса.

Циклы девальвации - 1999, 2009 и 2014, усугубляются неэффективным отражением спекулятивных атак

Альтернативы?

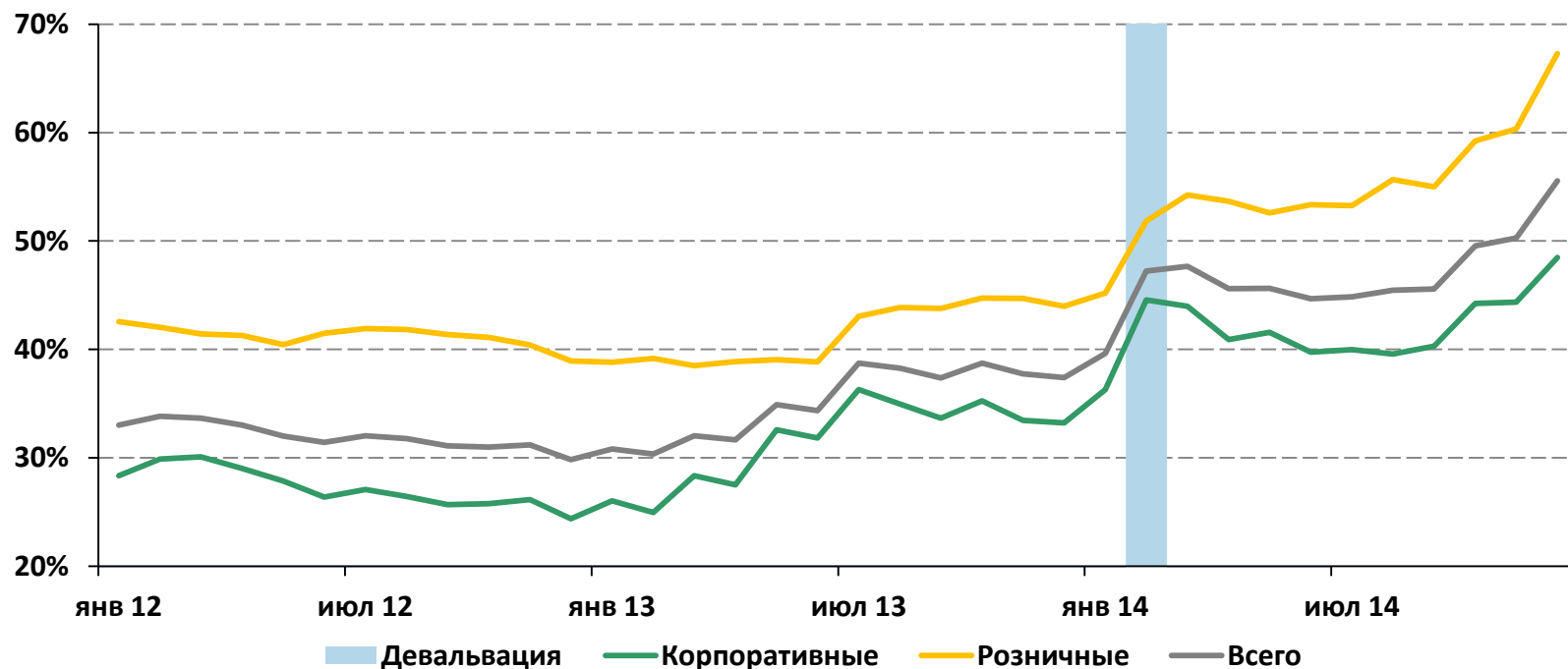
Инфляция и ИТ

Боязнь плавания - барьер

Независимость НБК

Более контра-циклическая фискальная политика на фазе роста

Банки – долларизация депозитов



Предпочтения хранить сбережения в USD росло в 2013-2015 годах

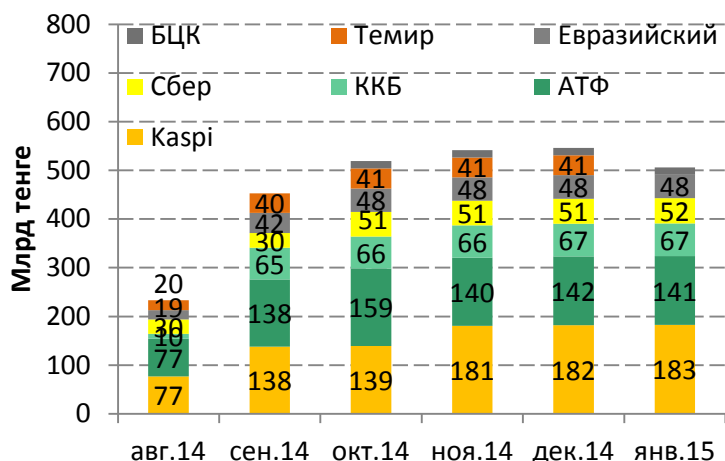
- Первая волна была в 1П2013 – медленное накопление паники, усиленное сглаживанием краткосрочных колебаний. Остановлена жесткой привязкой курса, нестерилизованными интервенциями, высокими и волатильными процентными ставками.

- Вторая волна – в конце 2013 и начале 2014 года. После смены главы НБК, «превентивной девальвации», потери доверия и набегов на банки. С того момента долларизация начала снижаться вплоть до

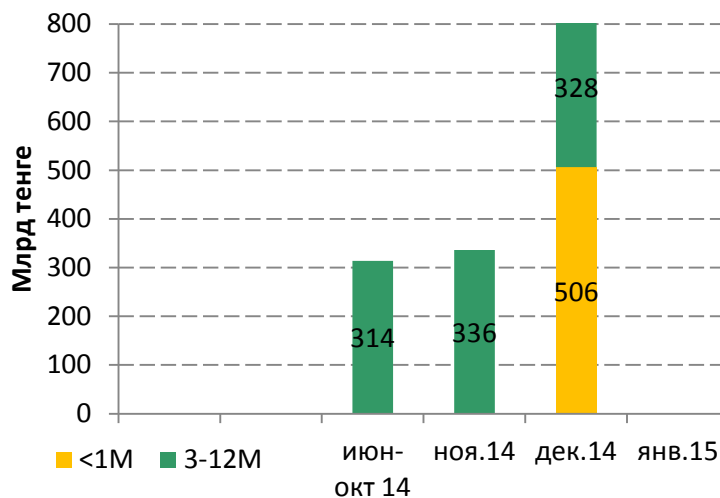
- Третьей волны в 3кв2014 – вследствие фундаментальных факторов (цена на нефть, слабый рубль и сильный доллар).

Ответ на дефицит тенге

Депозиты ЕНПФ в банках

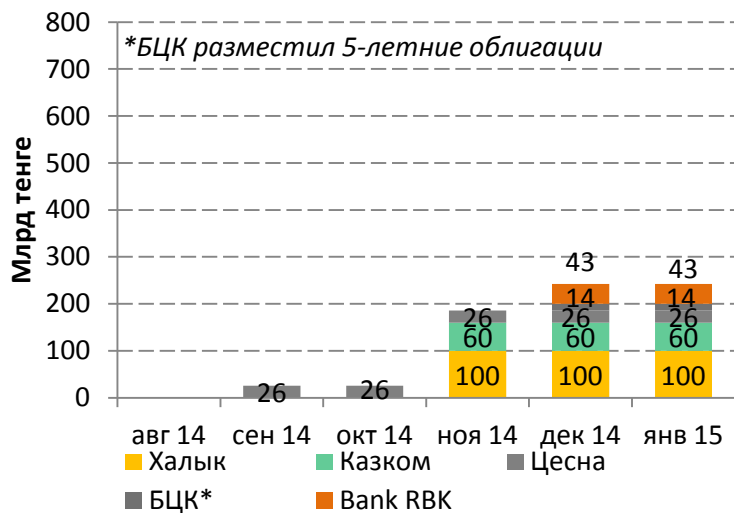


Валютные свопы НБК



*данные в разрезе банков не доступны

Покупка облигаций ЕНПФ-ом

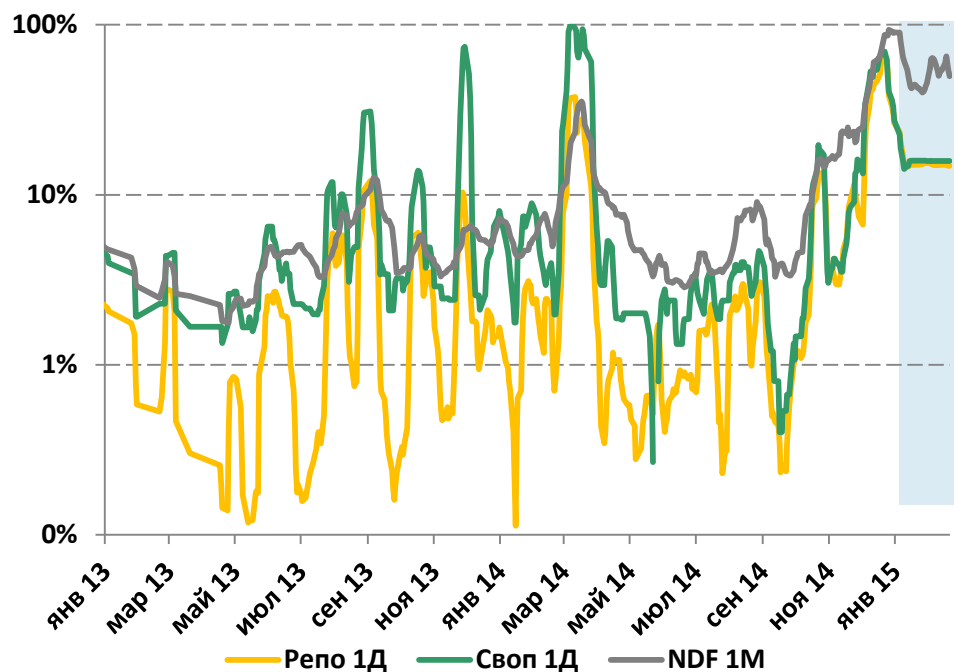


При дефиците средств банки перестают выдавать кредиты, а не повышают проценты по ним

Потребительское кредитование менее чувствительно к высоким ставкам, но начало замедляется из-за более жесткого контроля

Банки выдают кредиты только в долларах в критических ситуациях – при высоких шансах девальвации, остром дефиците тенге.

Эволюция защиты процентными ставками



Для защиты обменного курса ЦБ либо проводит интервенции на валютном рынке, что сжимает денежную массу и приводит к высоким и волатильным процентным ставкам (Режим 1), либо повышает процентные ставки, что снижает спрос на деньги (Режим 2).

В 2015 году НБК перешел от Режима 1 к Режиму 2.

Режим 1

- болезненный для банков
- менее эффективный при переносе процентных ставок на рынок депозитов
- усиливает конфликт между мандатом финансовой стабильности и функции кредитора последней инстанции.

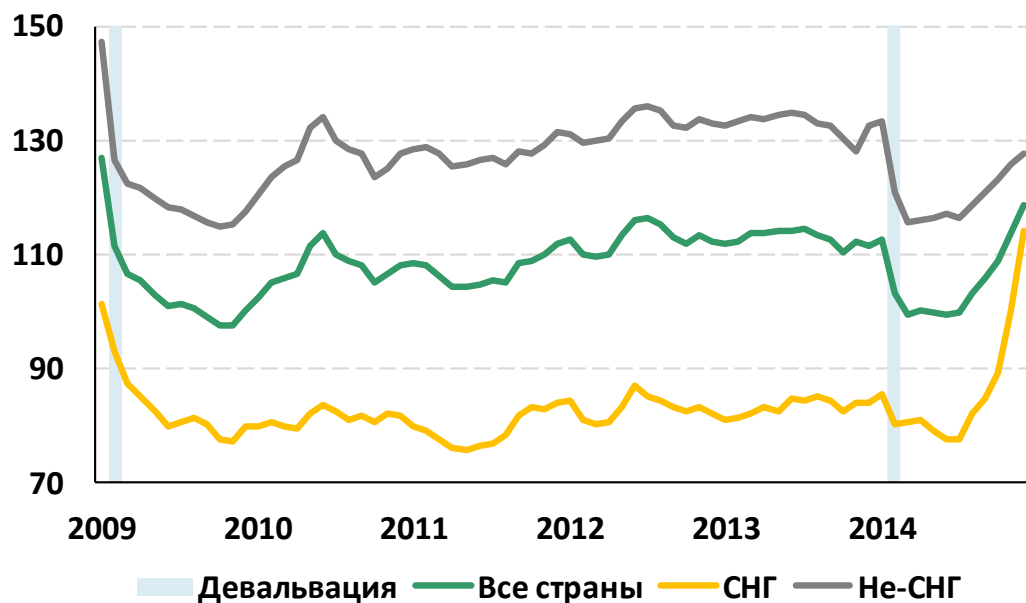
Режим 2

- Свободен от недостатков Режима 1
- Требуется большего расхода резервов
- Более убедительный, если защита будет длительная
- Зачатки инфляционного таргетирования

Переоценённость тенге

Реальный эффективные обменный курс (РЭОК)

Повышение РЭОК означает удорожание тенге



Декабрь 2000 = 100

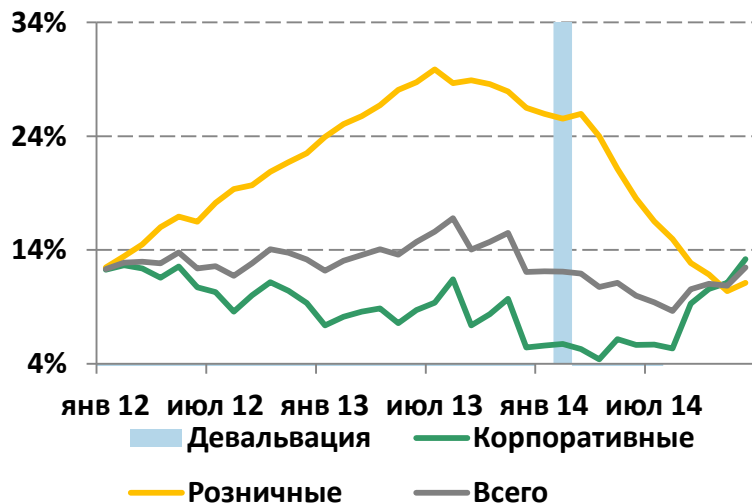
Девальвации проходили на пике РЭОК.

В 2015 году давление со стороны России и других стран СНГ, где повсеместно прошли девальвации.

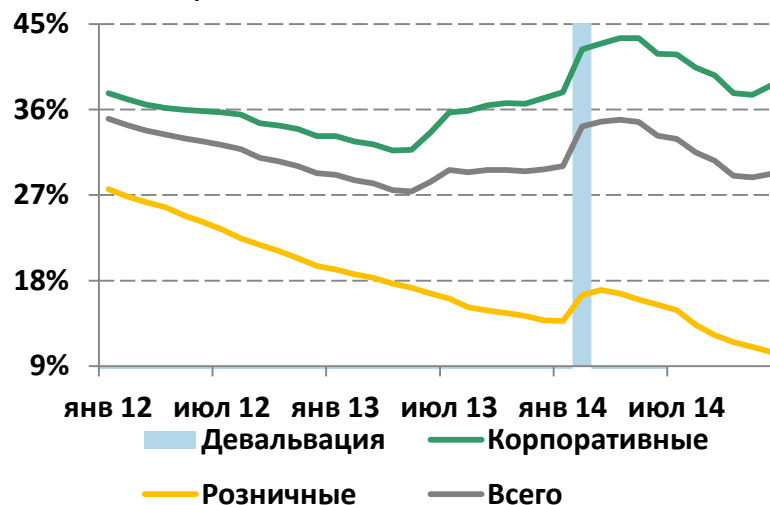
Рост инфляции в России и ее замедление в Казахстане приведут РЭОК СНГ в равновесие в течение 12-18 месяцев.

Кредиты банков сокращаются

**Кредитование замедляется при
отсутствии ликвидности**
изменения за 12 месяцев



**Кредитование в USD –
единственный вариант**
% всех кредитов



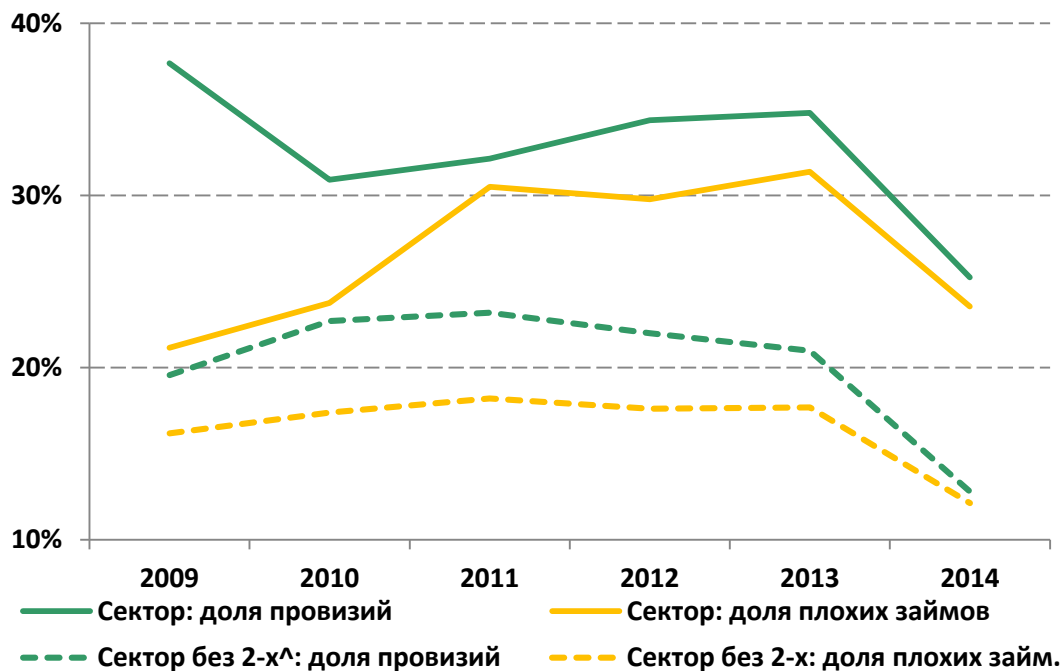
При дефиците средств банки перестают выдавать кредиты, а не повышают проценты по ним.

Потребительское кредитование менее чувствительно к высоким ставкам, но начало замедляется из-за более жесткого контроля

Банки выдают кредиты только в долларах в критических ситуациях – при высоких шансах девальвации, остром дефиците тенге.

Банки начали списание

Просроченные кредиты и провизии % займов брутто



^Без БТА и Альянса

В 2014 году банки активизировали списание плохих займов для удовлетворения нового регуляторного требования: $NPL \leq 15\%$

- Плохие займы были переведены в дочерние компании, но остались на консолидированном балансе. В итоге капитал остался неизменным. Улучшение было в основном оптическое.

В 2015 году требование ужесточается до $NPL \leq 10\%$

- Больше списаний с регулируемых балансов
- Деконсолидация БТА
- Ухудшение качества работающих займов из-за проблем фондирования, снижения доходов

План правительства по дедолларизации

- 25 февраля председатель НБК презентовал Мажилису план дедолларизации
 - Среднесрочный план (2015-2016) был одобрен правительством и вступает в силу в марте
 - План включает макроэкономическую стабильность, продвижение безналичных расчетов, приоритизация национальной валюты
 - Ограничение на наличные расчеты между физ. лицами
 - Запрет на указывание цен в иностранной валюте
 - Увеличение гарантированных вкладов до T10млн
 - Снижение процентных ставок по депозитам, <3%
- Другие рассматриваемые варианты решения проблемы
 - Purchases of foreign exchange by legal persons will be vetted, allowing only temporary ownership of foreign currency to meet contractual obligations (import)
 - Запрет на покупку валюты без контрактов
 - Обязательный обмен валюты гос. компаниями

Скрывает симптомы, а не лечит болезнь

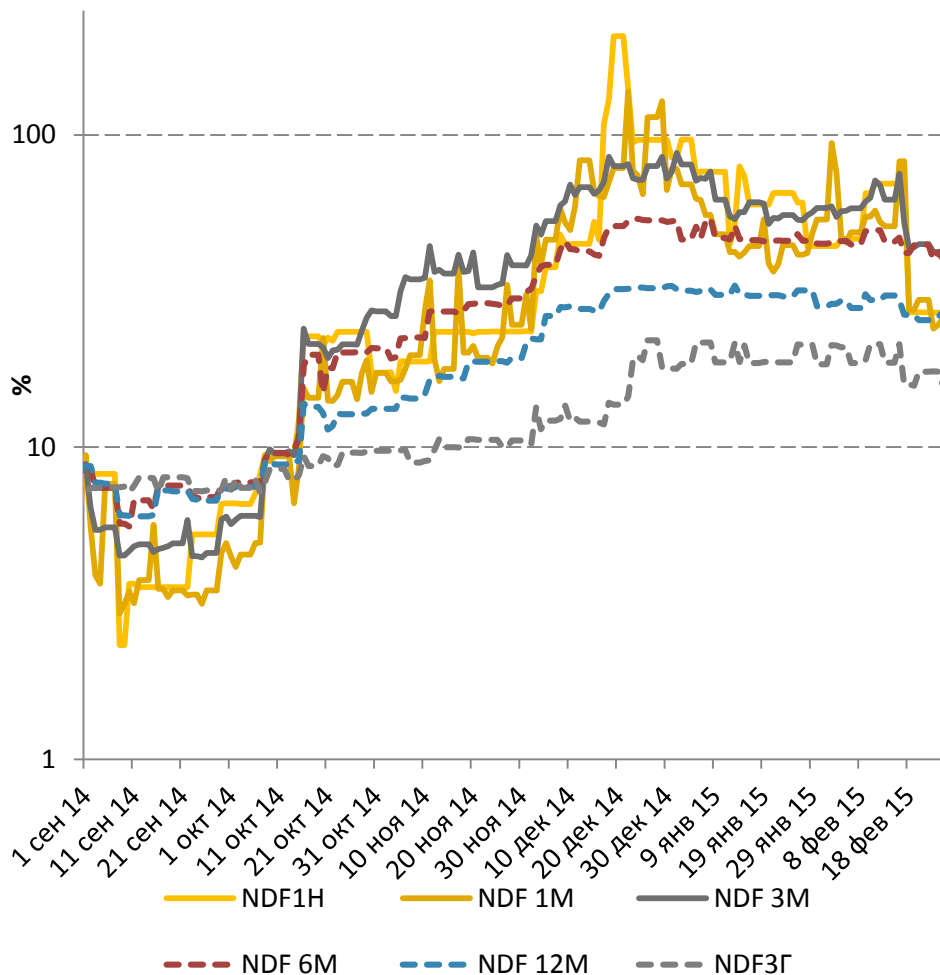
Обязательная дедолларизация, а не добровольная

Контроль на валюту и капитал очень болезненный, может подорвать доверие, привести к набегам на банки и оттоку капитала

Валютный контроль от 25 февраля 2015

- Регистрация или уведомление о валютных оттоках от \$100,000, притоках от \$500,000
 - Регистрация кредитов для экспорта и импорта товаров, ПИИ, покупок интеллектуальной собственности, исполнения валютных обязательств
 - Уведомлении о кредитах для экспорта и импорта услуг, покупки недвижимости и финансовых инструментов, о передачи денег под управление
- Уведомление о банковских переводах между резидентами вне зависимости от суммы. Между резидентом и не-резидентом – от \$10,000. Исключения – безвозмездные переводы, или переводы себе
- Ограничение на выплату зарплат, командировочных в валюте
- Валюту, полученную в Казахстане, необходимо разместить на депозитах в уполномоченных банках

Досрочные выборы – фокусная дата



В октябре-ноябре 2014 года указывали на то, что внеочередные президентские выборы будут причиной защиты курса. 7 февраля Ассамблея Народов Казахстана предложила провести досрочные выборы в конце апреля. 10 февраля процентные ставки по недельным и месячным форвардам USDKZT упали до уровня годовых ставок.

Механизм – обратная индукция и рациональные ожидания усилят спекулятивное давление (долларизацию розничных депозитов) до выборов по мере кристаллизации ожиданий девальвации вокруг некоторой даты после выборов

Девальвировать или нет

- Может ли НБК поддержать текущий курс?
 - Валютные резервы позволяют, если учитывать Нацфонд (в конце 2014 валютные требования резидентов к НБК не превышали \$12млрд)
 - «Моральные убеждения» госкомпаний для замедления долларизации
 - Мягкий контроль капитала
 - Более жесткий контроль (25 февраля)
 - Субсидированные тенговые фонды для банков

Национальный банк имеет достаточно резервов и «административного ресурса» для защиты курса

- Конкурентоспособность
 - Девальвация позволит быстро и мягко сделать зарплаты конкурентоспособными. Без нее процесс будет долгим и болезненным – дефляция или дезинфляция
 - Гибки ли казахстанские зарплаты в нижнюю сторону?
 - Чем менее правдоподобна защита курса, тем медленнее и сложнее процесс снижения зарплат и цен
 - Кредитование улучшится после девальвации, что поможет реальному сектору
 - **НБК не может ослабить болезненность защиты курса для реального сектора (кроме как управлением ожиданиями)**

Готов ли Казахстан к моменту Волькера?

Сравнения и контрасты

- Дезинфляция Волькера в 1980х – независимый ФРС постепенно нарабатывал анти-инфляционные полномочия, что стоило много для экономики
- Защита курса Нацбанка в 2014-15 –
 - недовольство девальвациями, поддержка со стороны служащих с фиксированными зарплатами.
 - НБК не имеет достаточной независимости и это влияет на восприятие его действий, болезненно для банков и реального сектора, приводит к недостатку связи с рынком и административному контролю.
- Готов ли Нацбанк считаться с той ценой, которую платят банки и компании за переоцененный обменный курс?

Зато Казахстан готов к переходу к свободному плаванию

- Из истории: США открепила доллар от золота в 1971 году перед таргетированием инфляции Волькером. Великобритания отказалась от фиксированного курса в 1993 перед вводом ИТ.
- Сильные фискальные шоки – лучший момент для перехода на плавающий курс (Ребело-Вей, 2007)
- Панику после девальвации можно сдержать высокими процентными ставками
- Переход к ИТ может быть менее дорогим и вызвать больше доверия после девальвации, а не во время атаки

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».

© 2015, все права защищены.

Директор департамента исследований
Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541
s.khakimzhanov@halykfinance.kz

Макроэкономика
Аскар Ахмедов, +7 (727) 330-0157
a.akhmedov@halykfinance.kz