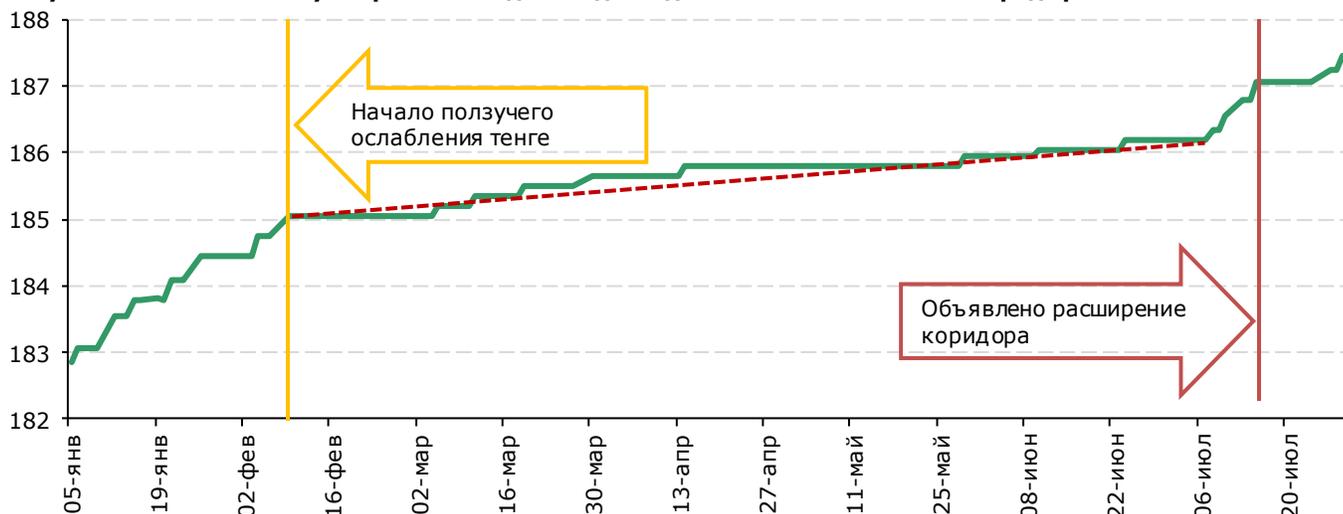


Расширение коридора и гибкость обменного курса

30 июля 2015

15 июля Национальный Банк сообщил о расширении коридора обменного курса тенге к доллару США. Коридор был расширен в сторону ослабления тенге, с USDKZT 170-188 до USDKZT 170-198. Регулятор аргументировал решение продолжением «более гибкого и плавного курсообразования» в рамках перехода на инфляционное таргетирование. За день до объявления курс был USDKZT 186.80.

Рисунок 1. Ослабление ускорилось за две недели до объявления нового коридора



Источник: KASE

Только факты

Непосредственно за две недели до объявления, темпы ослабления тенге заметно ускорились: если в течение пяти месяцев с начала февраля по конец июня тенге слабел со средней скоростью 2,4% в год, то за период с 1 по 14 июля скорость ослабления выросла до 12,6% годовых. Примерно тогда же, за две недели до объявления, заметно вырос объем крупных продаж валюты против рыночного тренда, с примерно USD 500 млн в месяц в июне до USD 750 млн за две недели до объявления. Все это происходило на фоне начавшегося в конце мая ослабления рубля и падения нефти.

После объявления, 16 июля, ставки офшорных форвардов по USDKZT сроком один месяц выросли с 14,77% до 20,75%; ставки на отечественном денежном рынке (авторепо овернайт) поднялись с 1,65% до 5,40%. Крупные продажи валюты против тренда выросли до USD 750 млн за последнюю неделю, то есть с 16 по 22 июля. Обменный курс был жестко зафиксирован на уровне 187,05, который установился в день объявления.

Усилит ли расширение коридора спекулятивное давление на курс?

Напомним, что в сентябре прошлого года Нацбанк расширил коридор с USDKZT 182-188 до USDKZT 170-188, без каких-либо видимых последствий. Но тогда тенге не был переоценен, а расширение произошло в сторону усиления Тенге. Означает ли это, что в этот раз все будет по-другому?

Само по себе, расширение коридора не так важно, как действия Нацбанка в рамках нового коридора. Если темпы ослабления сохраняются низкими, то давление усилится ненадолго, а ожидания по курсу будут по-прежнему формироваться в зависимости от самых незначительных колебаний курса, которые кажутся значительными в отсутствии волатильности.

Усиление давления на курс перед расширением могло произойти в результате ослабления рубля или из-за ожиданий расширения коридора. Но поведение рынка в день объявления нового коридора были очевидно вызваны самим объявлением и были основаны на предположении, что расширение коридора сигнализирует готовность Нацбанка ослабить курс до верхней его границы. Однако, жесткий контроль курса в течение десяти дней после объявления послал недвусмысленный сигнал, что ожидать девальвации в ближайшее время не стоит. На той же неделе ставки денежного рынка и валютных форвардов начали снижаться (Рис 3), а валютные интервенции снизились (Рис 2). Давление на тенге со стороны потерявшего конкурентоспособность реального сектора все еще сохраняется и будет сохраняться стабильно высоким, независимо от действий НБРК. В то же время, спекулятивное давление будет зависеть от действий НБРК на валютном рынке. Чем медленнее будет слабеть Тенге под жестким контролем НБРК, тем меньшим будет спекулятивное давление, которое зависит от краткосрочных ожиданий. Спекулятивное давление на курс возникает исключительно из-за того, что рынок не знает очень краткосрочных планов НБРК, но понимает, что какой-бы тактики НБРК не придерживался, курс будет слабеть. Единственной неопределенностью является скорость ослабления.

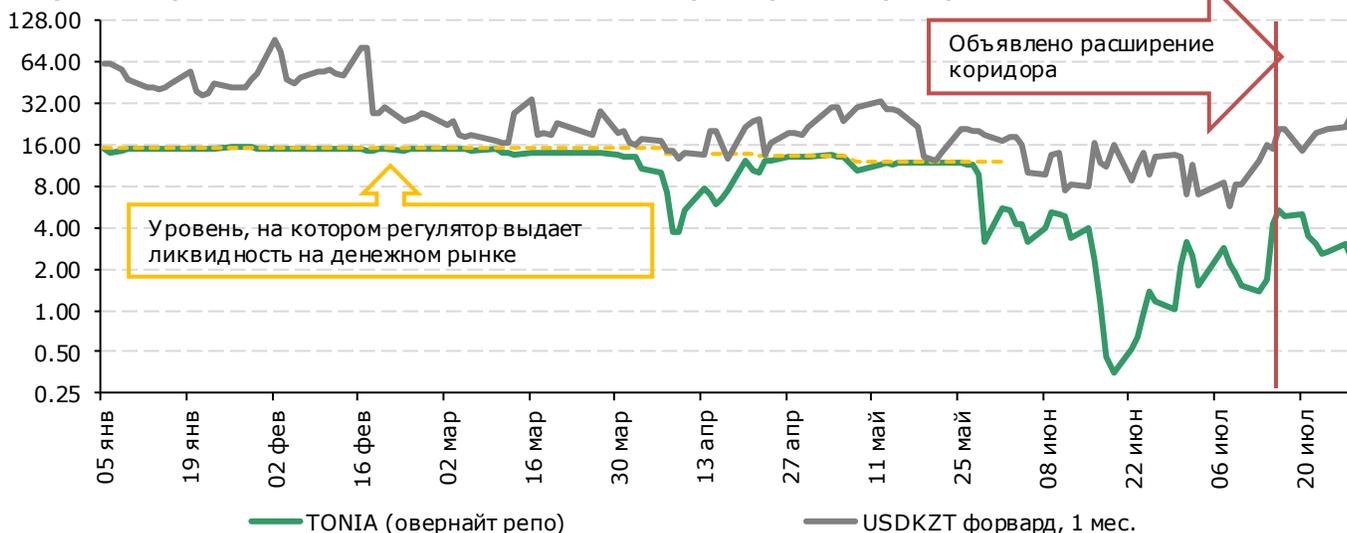
Рисунок 2. Крупные продажи и покупки валюты против тренда

в млн USD, на утренней сессии



Источник: оценки ХФ

Рисунок 3. Процентные ставки после объявления о расширении коридора



Источник: Bloomberg, KACE

Для чего Нацбанк расширил коридор?

Можно предположить, что Нацбанк расширил коридор для того, чтобы продолжать политику постепенного ослабления, на которую Нацбанк фактически перешел в январе 2015 года. Но никакой срочной необходимости в расширении коридора не было. Нацбанк вполне мог продолжать политику постепенного ослабления еще несколько месяцев прежде, чем курс уперся бы в старую верхнюю границу коридора на уровне USDKZT188.

Официально Нацбанк придерживается политики валютного коридора, но понятие коридора уже давно потеряло релевантность для курса Тенге. Коридор стал настолько широк (сейчас более 15%), а краткосрочная волатильность настолько мала (около 1%), что границы коридора никак не ограничивают небольших по амплитуде колебаний и поэтому не несут какой-либо полезной информации для формирования краткосрочных ожиданий по курсу. Коридор также бесполезен для формирования более долгосрочных ожиданий по курсу, так как границы коридора таких колебаний не сдерживают: они либо сдвигаются по мере того, как курс их достигает (например, последнее расширение коридора), либо после девальвации.

Впрочем, это коридор USDKZT никогда не был наполнен тем содержанием, которое обычно придается валютным коридорам в режимах управляемого обменного курса. Например, рублевый коридор, действовавший до осени 2014 года, был регламентирован правилами, которые позволяли свободное формирование курса во внутреннем коридоре, требовали интервенций в рамках внешнего коридора, и сдвигали коридор, когда накопленный объем интервенций оказывался слишком большим. Рублевый коридор был намного более гибким и действенным, чем тенговый, но все же оказался недостаточно гибким и оперативным.

Если не валютный коридор, то какой режим валютного курса Нацбанк применяет?

Мы считаем, что режим, которому Нацбанк следует с 1 января 2015 год, является вариантом так называемой ползучей привязки (crawling peg). Но так как режим неофициальный, его параметры рынку достоверно не известны.

Вероятно, Нацбанк следует некоторым правилам, но, если это так, они держатся в секрете. Хуже, если никаких правил нет, а интервенции в каждом конкретном случае определяются «по усмотрению». Истина, скорее всего, где-то посередине. Попробуем выявить эти правила.

Наблюдения показывают, что Нацбанк жестко контролирует обменный курс в рамках ползучей привязки с темпами, которые варьируются от 0,0% и до 4,2% годовых за каждый двухнедельный интервал (февраль - июнь) и доходили до 12,6% за две недели до объявления расширения коридора. В этом режиме можно проследить следующие регулярности:

- ослабления происходят с инкрементом, кратным 5 тиын, от 10 тиын до 25 тиын, но как правило по 15 тиын;
- временной интервал между скачковыми ослаблениями варьируется от 1 дня до 45 дней, достаточно случайно, но прослеживается определенная инерционность (persistence) (например, в марте и апреле интервалы увеличивались постепенно);
- между датами таких дискретных ослаблений обменный курс жестко контролируется таким образом, что внутридневная и краткосрочная волатильность практически равна нулю.

Можно предполагать, что даты ослабления устанавливаются таким образом, чтобы было сложно их предвидеть (например, случайно). Возможно, темпы ослабления также подчиняются некоторому случайному процессу (чтобы их было сложно выявить). Возможно, что темпы ослабления зависят от некоторых внешних факторов, например, курса рубля или цены на нефть, но на имеющейся выборке выявить эти зависимости достоверным образом не представляется возможным. В любом случае, в отсутствие указаний относительно этих правил мы можем только делать догадки относительно их параметров. Все это создает излишнюю неопределенность, там, где ее можно было бы избежать.

Увеличится ли гибкость обменного курса?

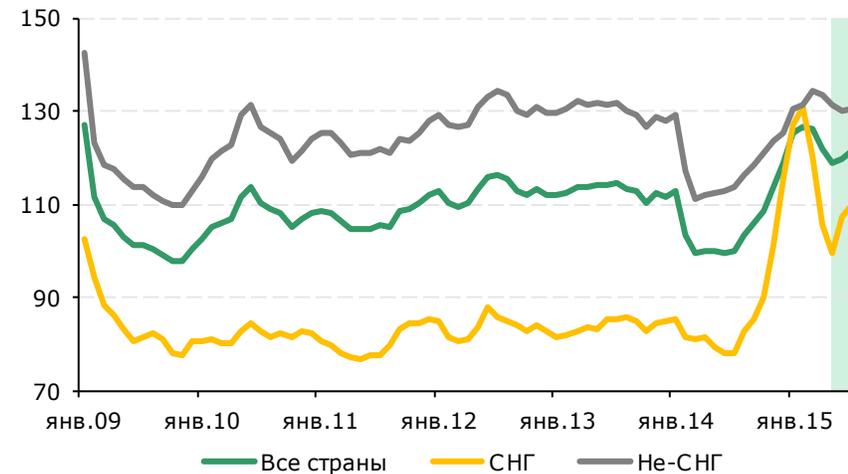
Мы считаем, что нет. До тех пор, пока Тенге остается переоцененным, а в настоящее время по отношению к рублю он снова сильно переоценен (рис 4), спекулятивное давление на курс будет сохраняться исключительно в сторону ослабления. Переоцененность тенге также создает давление со стороны реального сектора, который оказался неконкурентоспособен после ослабления рубля. Замедление инфляции (рис 5) и даже дефляция в некоторых сегментах рынка являются индикатором реальной переоцененности тенге. В таких условиях, любое фактическое расширение коридора, при котором ослабится контроль за курсом внутри коридора и увеличится гибкость обменного курса, приведет к ослаблению тенге до верхней границы и усилению девальвационных ожиданий. Очевидно, что регулятор не собирается этого допускать.

Но расширение коридора может сигнализировать увеличение скорости ослабления. Обычно, темпы ослабления в рамках ползучей привязки ограничены разницей доходности валютных и внутренних активов. Слишком быстрое ослабление курса можно резко ослабить спрос на тенговые активы и вызвать очередной приступ долларизации и обострение кризиса ликвидности. Компенсировать такое падение спроса можно было бы некоторым повышением ставок, но регулятор похоже хотел бы этого избежать. Поэтому, установившийся на сегодня дифференциал доходностей между тенге и валютой устанавливает потолок на темпы ослабления, при которых не произойдет усиление спекулятивного давления. Для розничного инвестора доходность тенговых активов составляет 10%, долларовых 3%, значит при ожидаемом ослаблении курса на 7% годовых тенговые активы перестанут быть привлекательными по сравнению с валютными. Но на самом деле этот потолок еще ниже, с учетом премии за риск девальвации. Поэтому, граница безопасности по темпам ослабления никак не выше 6%, а скорее всего ниже.

В отличие от розницы, спрос на тенговые активы со стороны институциональных и регулируемых инвесторов не является добровольным. С учетом пруденциальных и другим методов модуляции

институционального спроса на Тенге, потолок безопасности можно сдвинуть вверх. Но только для институциональных инвесторов. Высота этого потолка зависит от готовности и способности регулятора вводить ограничения на валютные позиции участников рынка. Экстраполировать точку, где находится этот потолок, по историческим данным очень сложно и ненадежно, а определять на ощупь, методом проб и ошибок – опасно.

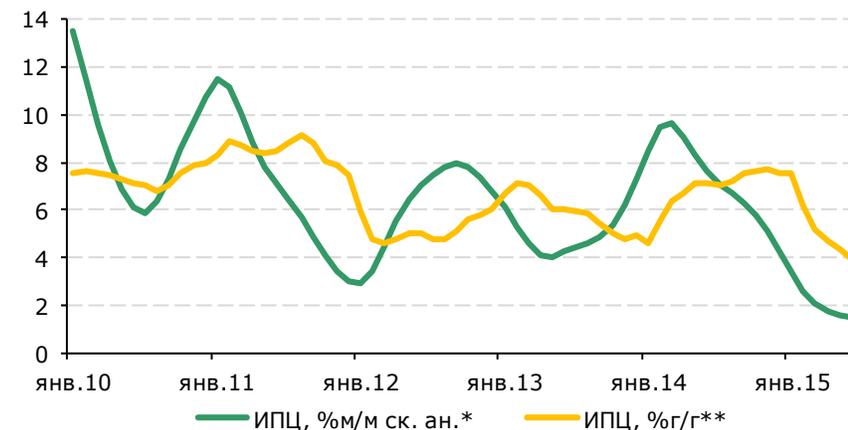
Рисунок 4. Реальный эффективный обменный курс указывает на переоцененность тенге



Дек.2000 = 100

Источник: НБ РК, расчеты ХФ

Рисунок 5. Замедление инфляции свидетельствует о переоцененности Тенге



* данные скорректированы на сезонность и сглажены - Халык Финанс (Hodrick-Prescott, lambda=10)

** данные Комитета по Статистике РК

Мы полагаем, что эта политика продолжится в течение следующих 2-3 лет, а темпы ослабления будут оставаться прежними, не выше 2-3% годовых, так как более быстрое ослабление усилит долларизацию и издержки, связанные со сдерживанием спекулятивных настроений. Это означает, что к концу года курс будет в границах 188 – 190 USDKZT. В то же время, мы считаем, что нынешний режим ползучей привязки будет продолжать эволюционировать, в рамках указанного ограничения на предельно допустимые темпы ослабления.

Слово и дело

Установившийся режим обменного курса, который как по нашей классификации является вариантом ползучей привязки, можно критиковать с двух позиций: с точки зрения технической реализации принципа постепенного ослабления и с точки зрения целесообразности этого принципа.

Начнем с технических вопросов. Здесь проблемными являются недостаток прозрачности, убедительности и предсказуемости. Если Нацбанк собирается двигаться в сторону инфляционного таргетирования, то эволюция денежно-кредитной политики, и в том числе курсовой, также должна происходить в сторону большей прозрачности, более четкой и убедительной коммуникации с рынком. Слова не должны расходиться с делом. Но до сих пор в действиях Нацбанка такой эволюции не прослеживалось. Действия Нацбанка несут больше информации, чем его заявления. Тактика остается в секрете и создается впечатление, что часть усилий денежно-кредитной политики направлена именно на сохранение секретности и непредсказуемости.

Мы считаем, что в рамках политики постепенного ослабления наиболее эффективным вариантом является открытая, простая и предсказуемая политика. Проводить постепенное ослабление было бы проще и безопаснее. Также необходимо было бы признать, что до тех пор, пока сохраняется переоцененность Тенге, ни о какой гибкости курса речи идти не может; что до тех пор, пока накопленный дифференциал инфляции между Россией и Казахстаном не вернет пару Тенге-Рубль к реальному паритету, до этого времени курс будет жестко контролироваться, а переход на более гибкое «курсообразование» и тем более на инфляционное таргетирование откладывается.

Такой публичный отказ от политики валютного коридора, который на деле уже произошел, и признание «ползучего ослабления» как фактически используемого режима, помог бы рынку избавиться от надежды на внешнюю подстройку (путем девальвации) и тем самым ускорил бы внутреннюю подстройку (путем снижения зарплат и цен). И конечно же, необходимо было бы следовать этому обещанию. Ведь инфляционное таргетирование подразумевает не только, что центральный банк «объявляет, что делает», но и «делает, что объявил». Игры с рынком контрпродуктивны.

В этом смысле сделанное две недели назад объявление о расширении коридора послало рынку не самый убедительный сигнал о намерениях Нацбанка. Во-первых, расширение коридора допускает возможность одномоментной девальвации до новой границы, то есть на 6% (слишком мало, чтобы решить проблему переоцененности тенге, но достаточно много, чтобы потерять оставшееся доверие). Именно поэтому спрос на тенге так резко ослаб в первый день после заявления. Во-вторых, коридор давно перестал быть действенным как инструмент контроля обменного курса. Отсылка к неработающему, изжившему себя инструменту не добавляет убедительности политике, тем самым повышает неопределенность и подпитывает спекулятивные ожидания.

Какая техническая реализация постепенного ослабления была бы более эффективной? Отказаться от 15-тииновых скачков со случайными и непредсказуемыми интервалами и перейти на гладкое, предсказуемое ослабление с заранее установленной скоростью, скажем, «3% в год в течение времени, необходимого для ослабления реального обменного курса Тенге путем внутренней подстройки». В этом случае, подстройка цен и зарплат реального сектора была бы более быстрой и менее болезненной.

Но внутренняя подстройка экономики несет намного больше потерь для экономики и производителей, чем внешняя. Прозрачное и предсказуемое ползучее ослабление лучше, чем менее прозрачное и менее предсказуемое ползучее ослабление, но принципиальной разницы между ними нет. И в том, и в другом случае Тенге будет оставаться переоцененным еще достаточно долго, не менее года-двух. В течение этого времени реальный сектор будет испытывать очень болезненные изменения, сокращения штата, закрытие производства, банкротство. В течение этого времени банки не будут иметь фондирования, а заемщики

доступа к кредитам. Бюджет будет в большем дефиците, что означает, что Нацфонд будет падать быстрее, а госдолг расти быстрее. И в течение всего этого времени Нацбанк не сможет начать переход на инфляционное таргетирование.

Девальвация как наименее болезненный вариант способ подстройки

Всего этого можно было бы избежать с помощью девальвации. Девальвация является наименее болезненным для бизнеса и наиболее быстрым способом подстройки Казахстана к реальности дешевой нефти. Девальвация приведет реальный обменный курс к равновесию. Это необходимое условие для плавающего гибкого курса и, значит, для перехода на инфляционное таргетирование. Но это условие не является достаточным. Ни в коем случае не следует рассчитывать на то, что девальвация гарантирует успешный и автоматический переход на инфляционное таргетирование. Но это тема для другого разговора.

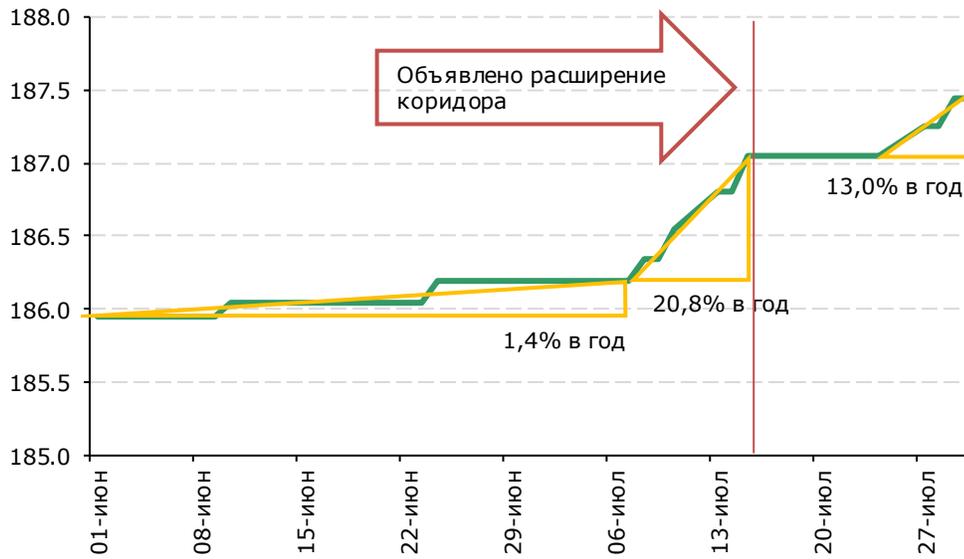
Предельно безопасная скорость ослабления Тенге

Пока мы писали этот комментарий, ослабление тенге ускорилося. Вчера, 29 июля, темпы ослабления достигли 5,6% годовых за последние две недели и 11,2% годовых за последнюю неделю.

Что это означает? Возможно, начинается тестирование устойчивости спроса на тенге, его чувствительности по отношению к скорости ослабления курса. Возможно, представление о том, какая скорость ослабления остается безопасной сдвинулось в сторону увеличения. Возможно, усилилась готовность властей применять валютный контроль и контроль капитала для поддержания спроса на тенге – тем более, что МВФ в последние годы стал более толерантен к этим инструментам. Возможно, аргументы о предпочтительности внешней подстройки по сравнению с внутренней возымели воздействие на правительство. Но вероятнее всего все эти факторы вместе.

Вероятнее всего мы сейчас наблюдаем попытку Нацбанка нащупать максимальную скорость ослабления Тенге, которая все еще остается безопасной. Агрессивность, с которой происходит это тестирование, вынуждает нас скорректировать наши прогнозы по скорости постепенного ослабления со сравнительно безопасных 2-3% годовых в течение следующих 2-3 лет до довольно рискованных 6-8% годовых в течение 12-18 месяцев, когда применяемые в настоящее время принудительные методы еще способны бороться с долларизацией. В этом сценарии резко возрастает вероятность повышения темпов ослабления до 12% годовых, когда эскалация девальвационных ожиданий и кризис ликвидности потребует ужесточения валютного контроля и когда преимущества разовой девальвации станут очевидными.

Рисунок 6. Слишком медленно для реального сектора, слишком быстро для вкладчиков



Источник: КАСЕ

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.

Контакты Halyk Finance:

Департамент Исследований

Сабит Хакимжанов
 Аскар Ахмедов
 Бахытжан Хошанов
 Сабина Амангельды
 Гультария Жапакова

Управление

Директор
 Макроэкономика
 Долговые инструменты
 Долговые инструменты
 Долевые инструменты

Телефон

+7 (727) 244-6541
 +7 (727) 330-0157
 +7 (727) 244-6538
 +7 (727) 244-6968
 +7 (727) 244-6538

E-mail

s.khakimzhanov@halykfinance.kz
a.akhmedov@halykfinance.kz
b.khochshanov@halykfinance.kz
s.amangeldi@halykfinance.kz
g.zhapakova@halykfinance.kz

Департамент Продаж

Ардак Нурахаева
 Мария Пан
 Айжан Туралиева
 Дарья Манеева
 Сабина Муканова

Клиенты

Директор
 Институциональные
 Институциональные
 Розничные
 Розничные

Телефон

+7 (727) 244-6991
 +7 (727) 244-6545
 +7 (727) 259-6202
 +7 (727) 244-6980
 +7 (727) 259-6203

E-mail

a.nurakhayeva@halykfinance.kz
m.pan@halykfinance.kz
a.turaliyeva@halykfinance.kz
d.maneyeva@halykfinance.kz
s.mukanova@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance

пр. Аль-Фараби, 19/1, “БЦ Нурлы-Тау”, 3Б
 050013, Алматы, Республика Казахстан
 Тел. +7 (727) 259 0467
 Факс. +7 (727) 259 0593

Bloomberg

Thomson Reuters
 Factset
 Capital IQ

www.halykfinance.kz

HLFN

Halyk Finance
 Halyk Finance
 Halyk Finance