

Управление ожиданиями обменного курса

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

Ерулан Мустафин
y.mustafin@halykfinance.kz
+7 (727) 244-6986

28 февраля 2014

На прошлой неделе мы ожидали восстановления спроса на Тенге, как это обычно происходит после девальвации, но, похоже, что давление на тенговую массу сохранилось. Причинами были продолжение политики низких ставок и скоординированное изъятие депозитов из некоторых банков.

Сразу после девальвации мы считали, что [ставки NDF резко упадут и возможно станут отрицательными](#). Но ставки NDF остались высокими, что отражает достаточно высокий риск дальнейшего ослабления Тенге. Это и события прошлой недели побудили нас переосмыслить последствия февральской девальвации и внести поправки в прежнюю позицию. Мы считаем, что при сохранении текущей денежно-кредитной и фискальной политик дальнейшее ослабление Тенге вполне возможно.

Изъятие вкладов и роль кредитора последней инстанции

На прошлой неделе три банка стали жертвами массового изъятия депозитов и возможно испытывали нехватку первичной ликвидности. Паника возникла в результате распространения слухов о якобы неликвидном состоянии банков. Слухи распространялись через пересылку скриншотов достаточно правдоподобных, но, как оказалось, фальсифицированных сообщений от сотрудников этих банков или их контрапартнеров.

Примечательно, что атаке подверглись банки, которые особенно сильно зависели от розничного фондирования и поэтому больше других зависели от готовности центрального банка выполнять функцию «кредитора последней инстанции». Многие годы НБК выполнял эту функцию скорее эпизодически, поддерживая тем самым неопределенность относительно условий, при которых нуждающиеся банки или вся банковская система смогут получить ликвидность. Чтобы успокоить вкладчиков, 18 февраля председатель НБК заявил, что «в случае необходимости, Нацбанк окажет соответствующую поддержку банкам с предоставлением ликвидности».

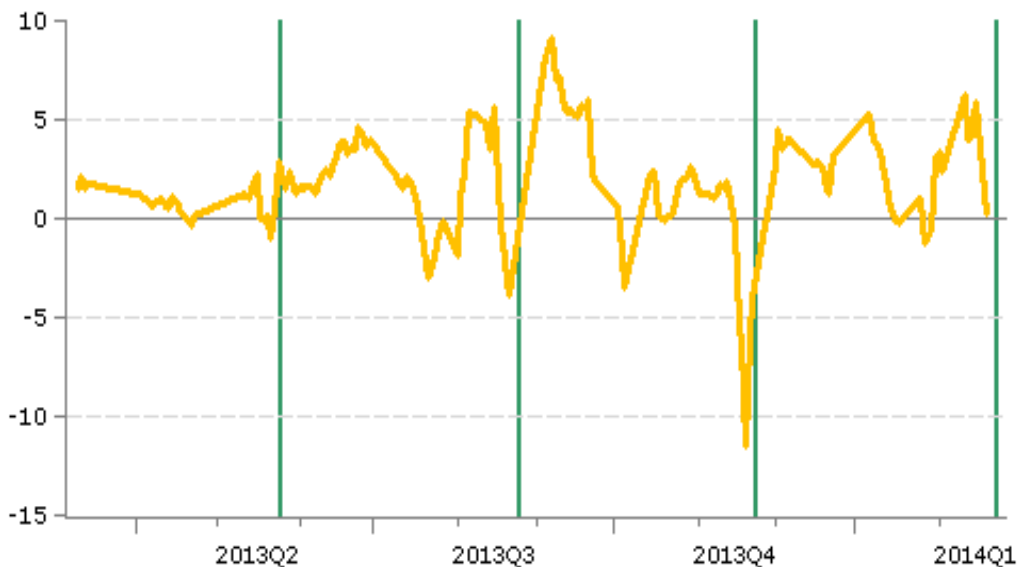
Учитывая специфику проблемы, мы ожидали, что регулятор предоставит ликвидность атакованным банкам либо напрямую через ОТС, либо через открытый рынок, но по достаточно высокой ставке, чтобы не создавать давления на обменный курс. Но на прошлой неделе ставки на репо оставались крайне низкими. Мы предполагаем, что на прошлой неделе для поддержания ликвидности этих банков регулятор предоставлял дешевую ликвидность через открытый рынок репо. Мы не можем оценить объем предоставленной

этим банкам ликвидности, но, судя по анализу торгов, регулятор действовал в прежнем ключе: периодически предоставлял ликвидность по неконкурентным ставкам ниже 0,5% на однодневном репо. В результате банки, не нуждавшиеся в ликвидности, судя по всему, испытывали ее приток, а банки, испытывавшие ее недостаток, вполне вероятно не имели возможности привлечь ликвидность из-за недостатка залоговых активов.

Низкие ставки на репо не способствуют восстановлению спроса на Тенге. Мы полагаем, что избыток ликвидности направился на валютный рынок, чтобы фондировать позиции высокодоходного NDF. Высокие ставки по валютным свопам (или NDF) при низких ставках по Тенге стимулируют спрос на валюту на спотовом рынке для проведения полностью захеджированного процентного арбитража (hedged carry trade). В свою очередь, это ведет к повышению ставок на рынке репо. В результате, обменный курс тестировал 186KZT/USD и выше. В результате интервенций со стороны НБК в течение текущей недели курс вернулся на уровень 184-185KZT/USD.

Рис.1 Низкие ставки на репо и ожидания ослабления создают условия для захеджированного "carry trade"

Спред между ставками спроса 7-дневных NDF и средней ставки 1-дневного репо за следующую неделю. Вертикальные линии – даты налоговых выплат (25-е число второго месяца квартала)

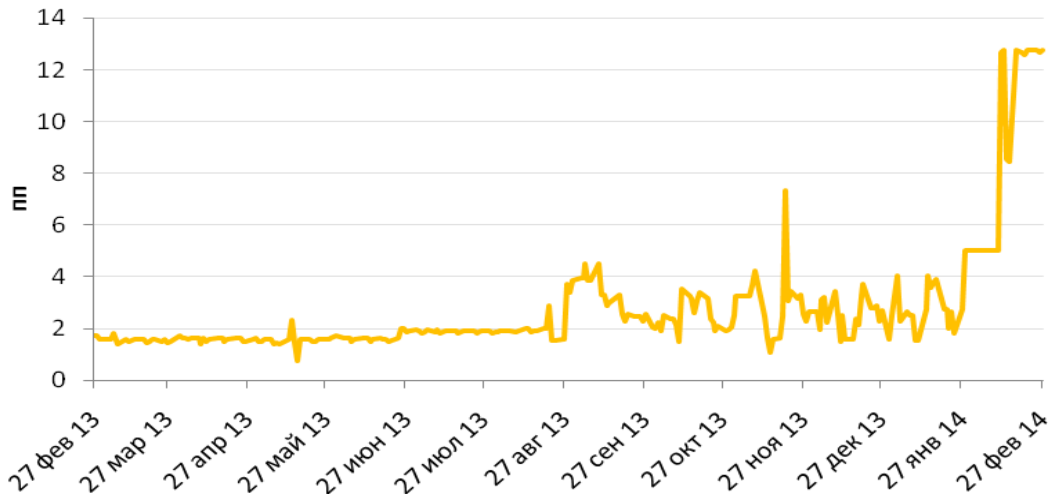


Источник: по ставкам репо - KASE, по ставкам NDF - Bloomberg, расчеты - Halyk Finance

Нужно сказать, что рынок NDF на прошлой неделе восстановился после девальвации и начал выдавать сравнительно живые котировки, но спред между ставками спроса и предложения остается широким, что отражает высокую степень краткосрочной неопределенности.

Рис.2 Краткосрочная неопределенность курса резко выросла

сред между ставками спроса и предложения по 7-дневным NDF



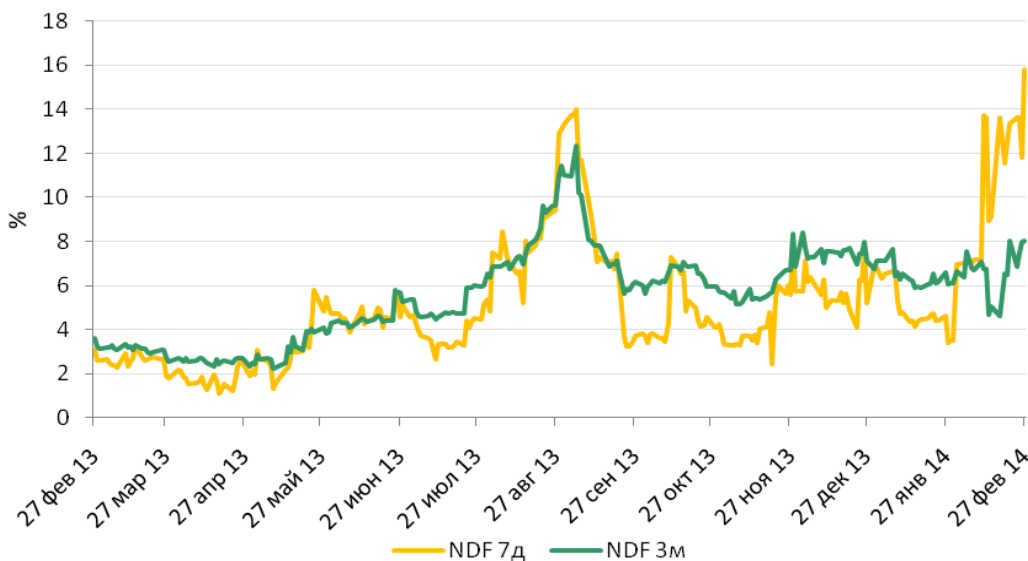
Источник: Bloomberg

Сценарий ослабления Тенге, или почему NDF остаются высокими

После девальвации Тенге стал сильно недооцененным *при текущем уровне цен*. Казалось бы, недооцененность означает, что ожидания дальнейшей девальвации не имеют под собой никаких оснований. Но мы не зря выделили оговорку курсивом – дело в том, что *текущий* уровень цен в настоящее время быстро меняется, и эта тенденция сохранится в ближайшем будущем. Мы ожидаем, что уже в феврале значительная часть девальвации просочится в инфляцию товаров, а несколько позднее повышение зарплат выльется в повышение цен на некоторые услуги. На процессы ценообразования будут влиять не только текущий курс, но и ожидания по курсу и зарплатам. Мы не можем предсказать, как быстро будет происходить просачивание, но чем сильнее девальвационные ожидания, тем быстрее будет идти инфляция, и тем быстрее Тенге перестанет быть недооцененным. Эта цепочка ожиданий формирует замкнутый круг, в котором мягкая фискальная политика, низкие ставки и «сглаживание краткосрочных колебаний обменного курса» играют ключевую роль.

Рис 3. Ставки NDF остаются высокими

среднее по ставкам спроса и предложения



Источник: Bloomberg

Сохранение этой макроэкономической политики создаст риск формирования девальвационных и инфляционных ожиданий, которые ведут к долларизации, ускорению инфляции, демонетизации и дезинтермедиации.

Восстановить доверие к тенге

Наиболее рациональным способом проведения политики ставок и курса в пост-девальвационный период по нашему мнению является комбинация действий на двух денежных рынках:

- на рынке репо поддержание ставок не ниже ставок спроса по NDF (на 28 февраля около 10%) путем изъятия ликвидности через обратное репо, но не настолько высокие, чтобы банки не в состоянии их вынести в течение 1-3 месяцев;
- на валютном рынке удержание курса или постепенное усиление Тенге, в зависимости от инфляции nontradables.

Такая политика сделает невыгодными короткие позиции по тенге, ослабит девальвационные ожидания и возьмет инфляционные ожидания под контроль. В сложившихся условиях, только такая комбинация позволит сформировать убедительные ожидания, при которых станет возможным постепенное восстановление доверия к и спроса на Тенге.

Дополнительным мерой, способствующей убедительности этой политики, была бы публикация компонентов денежной базы на еженедельной основе, чтобы устранить неопределенность на рынке относительно темпов и степени восстановления спроса на тенге.

Сейчас трудно оценить реалистичность данного сценария. Мы его включаем, так как Президент посоветовал перейти на режим инфляционного таргетирования. Мы ожидаем, что денежно-кредитные власти последует этому совету, и попытаются рационализировать политику процентных ставок, но не уверены, что повышение ставок произойдет на функционирующем денежном рынке, а не на ставшем нерелевантным канале ставки рефинансирования.

Базовый сценарий

Как и до девальвации, мы по-прежнему не в состоянии рационализировать низкие ставки на рынке репо. Соответственно, наши ожидания в базовом сценарии не могут быть основаны на предположении «оптимальной» денежно-кредитной политики. Хотя мы не исключаем, что политика НБК изменится, но даже самая убедительная и обоснованная денежно-кредитная политика не сможет одновременно восстановить доверие. Как показала февральская девальвация, слишком сильная девальвация не менее опасна, чем слишком слабая. Чрезмерная девальвации настолько сильно повысила ожидания по инфляции, что для нормализации ожиданий Нацбанку нужно будет ужесточить условия на рынке ликвидности почти так же сильно, как это требовалось до девальвации. Причем повышение ставок должно произойти как можно скорее, до того, как произойдет цементация инфляционных ожиданий.

В то же время, мы не видим готовности НБК идти на повышение ставок, а значит, вероятность повторной девальвации и дальнейшего разгона инфляции остается достаточно высокой. Ставки 3-мес NDF на уровне 9-12% (185.8-186.9) несколько превышают наши краткосрочные ожидания, но до тех пор, пока ставки на рынке репо будут оставаться низкими, вероятность эскалации и подтверждения ожиданий будет оставаться достаточно высокой. Чем дольше ставки на рынке репо будут оставаться низкими, тем быстрее будут расти ожидания девальвации и ставки NDF. С учетом ожидаемого нами ускорения инфляции в течение 6 месяцев, и потери доверия рынка в способность регулятора проводить

убедительную денежно-кредитную политику, мы меняем наш базовый прогноз по ставкам и курсу на более консервативный.

Три сценария

Таким образом, мы выделяем три основных сценария развития событий.

- 1) (15%) Аккомодационная денежно-кредитная и фискальная политики, усиление девальвационных и инфляционных ожиданий, рост давления на курс и дальнейшее ослабление Тенге на краткосрочном горизонте, долларизация и демонетизация;
- 2) (60%) Аккомодационная денежно-кредитная политика, умеренно сдержанная фискальная политика; инерционность ценообразования тормозит формирование девальвационных и инфляционных ожиданий, но дисбалансы постепенно накапливаются, усиливают давление на курс и ускоряют инфляцию на горизонте 12-18 месяцев.
- 3) (25%) Ужесточение и стабилизация ставок на денежном рынке, активное управление ожиданиями по курсу с номинальным усилением Тенге и привязкой на инфляцию, активный разрыв цепочки девальвационных и инфляционных ожиданий высокими ставками и ужесточением фискальной политики.

Эти сценарии не являются попыткой обрисовать все возможные варианты развития событий. Во всех сценариях предполагаются стабильные внешние условия; их ухудшение, безусловно, повлияет на наш прогноз. Это упрощение сделано для того, чтобы проиллюстрировать зависимость событий от макроэкономической политики и зависимость реакции рынка и неопределенность этой реакции от выбранной политики.

Ситуация остается предельно плавучей тремя сценариями из-за неопределенности относительно выбора политики и значительной неопределенности реакции рынка в первых двух сценариях. Ключевым фактором будет способность и готовность денежно-кредитных властей поддерживать стабильность обменного курса и уровня цен.

Ключевые статистики на ближайшее время

По какому сценарию развиваются события, покажет экономическая статистика. Это непрерывно поступающие данные по курсу и ставкам на денежном рынке, ежедневные котировки кривой NDF, оценки аналитиков по объему интервенций на репо и форексе, ежемесячные данные по инфляции и агрегатам.

Низкие ставки на репо (ниже ставок спроса NDF) в течение следующих двух недель будут означать отсутствие изменений в политике при сохранении ожиданий дальнейшего ослабления.

Ставки этой недели (февраль 24-28) не являются показательными из-за оттока первичной ликвидности в связи с выплатой квартальных налогов и переходных процессов после шоков прошлой недели. Во время предыдущих налоговых недель ставки репо были как правило выше ставок NDF. Во время этой налоговой недели ставки репо возможно останутся ниже ставок NDF, так как высокие ставки NDF начинают оправдываться, становятся ведущими и подтягивают рынок репо.

Более показательными будут ставки репо в начале марта. Если ставки репо останутся ниже ставок NDF, особенно сопровождающиеся дальнейшим ослаблением Тенге, то вероятность скатывания в неблагоприятный сценарий будет повышаться.

Ставки NDF также будут отражать ожидания рынка (оффшорного) по политике ликвидности и курса. Мы ожидаем, что низкие ставки на рынке репо будут способствовать сохранению

высоких ставок NDF, а высокие ставки репо, но не на запредельном уровне, будут способствовать снижению ставок NDF.

Инфляция за февраль выйдет 3 марта. Мы ожидаем роста ИПЦ только в феврале на 4-5% (8-9% за 12 месяцев). (Рост меньше 3% будет означать временное падение информационной ценности ИПЦ.) Наиболее информативными компонентами инфляции будут неторгуемые товары и услуги (nontradables) в нерегулируемом секторе. Рост этих компонент корзины будет означать быстро формирующиеся вперёдсмотрящие ожидания инфляции, которые также будут повышать вероятность неблагоприятного сценария.

Данные по денежным агрегатам за февраль выйдут 27 марта. Восстановление спроса на первичную ликвидность до уровня конца 2012 года развеет краткосрочные опасения девальвации. Но судя по интервенциям на валютном рынке пока еще восстановления тенговой составляющей денежной базы не произошло.

Также показательным будет рост зарплат внебюджетного сектора, например, в строительстве, сельском хозяйстве, где краткосрочность трудовых контрактов позволяет зарплатам реагировать быстрее на ожидания инфляции. Но даже в этих секторах февральские зарплаты не успеют отреагировать на девальвацию. Данные по зарплатам за март выйдут 23-25 апреля.

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».

© 2014, все права защищены.

Контакты в Halyk Finance:**Департамент Продаж**

Директор департамента

Ардак Нурахаева, +7 (727) 244 69 91
a.nurakhayeva@halykfinance.kz

Для институциональных инвесторов:
Анель Акиянова, +7 (727) 259-6202
a.akiyanova@halykfinance.kz

Асель Исатаева, +7 (727) 244-6545
a.isatayeva@halykfinance.kz

Для розничных инвесторов:
Дарья Манеева, +7 (727) 244-6980
d.maneyeva@halykfinance.kz

Сабина Муканова, +7 (727) 259-6203
s.mukanova@halykfinance.kz

Департамент Исследований

Макроэкономика

Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541
s.shakimzhanov@halykfinance.kz

Нурфатима Джандарова, +7 (727) 330-0157
n.jandarova@halykfinance.kz

Долговые инструменты

Бакай Мадыбаев, +7 (727) 330-0153
b.madybaev@halykfinance.kz

Ерулан Мустафин, +7 (727) 244-6986
y.mustafin@halykfinance.kz

Сабина Амангельды, +7 (727) 244-6968
s.amangeldi@halykfinance.kz

Долевые инструменты

Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538
m.zhumadil@halykfinance.kz

Еркин Абдрахманов, +7 (727) 244-6538
y.abdrakhmanov@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр.Аль-Фараби,19/1, "БЦНурлы-Тау",
ЗБ
050013, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 (727) 244 6540
Факс. +7 (727) 259 0593
www.halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN
Thomson Reuters
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance