

**Девальвация Тенге маловероятна**

29 апреля 2013 г.

**Хакимжанов Сабит**  
 SabitKh@halykbank.kz  
 7(727)244 65 41

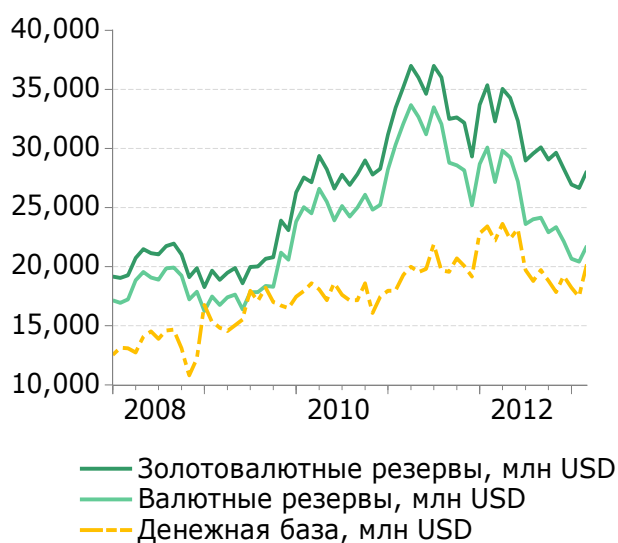
**Курмангалиева Мадина**  
 MadinaK2@halykbank.kz  
 7(727)330 01 57

Мы выпускаем данную заметку в ответ на участвовавшие вопросы клиентов относительно якобы скорой девальвации Тенге. В этой заметке мы объясняем, что при текущей конфигурации фундаментальных факторов, таких как цена на нефть, курс рубля, здоровое состояние государственных и монетарных балансов, а также жесткая фискальная и денежно-кредитная политики, вероятность девальвации остается достаточно низкой, не намного выше, чем в любое другое время за последние два года.

**1. Ожидается усиление давления фундаментальных факторов на курс, однако запас прочности остается высоким.**

В 2012 году платежный баланс закрылся с дефицитом в \$2,7 млрд., а в 1кв2013, по нашим оценкам, дефицит составил \$0,4 млрд., несмотря на сезонное снижение импорта. Причиной ухудшения платежного баланса за последний год стал рост импорта на фоне отстающего экспорта. Мы ожидаем, что в этом году торговый баланс продолжит ухудшаться на фоне подавленного спроса на металлы и стагнации цены на Brent на уровне \$100 за баррель.

**Резервы и денежная база снизились с начала 2012 года**



Источник: НБК, расчеты ХФ

**План бюджета подразумевает замедление государственных расходов**



Источник: МинФин, расчеты ХФ

Тем не менее, уровень золотовалютных резервов остается высоким, а разрыв с денежной базой, хоть и сузился, остается на безопасном уровне. С конца 2013 года ожидается начало роста физического экспорта нефти за счет запуска Кашагана, что замедлит процесс ухудшения торгового баланса.

## **2. Ужесточение фискальной политики и налоговой нагрузки на нефтепроизводителей поддержит платежный баланс.**

Сокращение госрасходов будет сдерживать, и уже начало сдерживать, ухудшение платежного баланса. Рост расходов бюджета, включая выдачу кредитов и капитализацию госкомпаний, замедлился с 21-23% в 2010-11 до 13% в 2012 и, согласно плану бюджета, снизится до 5% в 2013-2014 годы. Это снизит темпы роста потребления и импорта. Весьма вероятно, что при недостаточном сборе налогов, инвестиционные расходы бюджета будут урезаны, что резко отразится на значительной части импорта. Политика правительства, направленная на увеличение налоговой нагрузки на нефтедобывающие компании, снизит отток капитала за рубеж. С середины апреля была повышена экспортная таможенная пошлина на сырую нефть с \$40 до \$60 за тонну. Эти доходы, минуя Национальный Фонд, напрямую пойдут в бюджет страны. Это принесет в казну дополнительные \$0,8 млрд. в 2013 году и \$1,2 млрд. в 2014 году и увеличит спрос на Тенге со стороны добывающих компаний.

## **3. Покупка физического золота НБК создает ложное впечатление о значительном дефиците платежного баланса.**

В 2012 году валютные резервы, в результате интервенций, сократились на \$3,0 млрд., тогда как уровень золотовалютных резервов снизился лишь на \$1,0 млрд., что связано с покупкой 33,3 тонн золота на \$1,8 млрд. В результате доля золота в ЗВР выросла с 10% в середине 2011 года до 23% в марте 2013 года. Напомним, что в 2011 году НБК, получив право преимущественной покупки, начал скупать золото, произведенное в стране, рассчитываясь в Тенге по курсу. Это снизило экспорт и торговый баланс, но влияние на платежный баланс было менее сильным, так как ранее часть валютной выручки от продаж золота оседала в оффшорных счетах золотодобытчиков. Что касается влияния на ЗВР, то оно было не значительным и даже положительным, учитывая расходы на транспортировку. Если бы НБК не проводил политику покупки золота, то дефицит платежного баланса был бы меньше, чем \$2,7 млрд., но не менее \$0,9 млрд. При этом, влияние на ЗВР было бы минимальным после реклассификации золота в финансовый актив. Мы ожидаем, что в 2013 году НБК продолжит скупать львиную долю производимого в Казахстане золота, то есть, примерно 25 тонн в год, или на \$1,2 млрд.

## **4. Политика НБК по управлению обменным курсом сформировала у участников рынка ожидания на ближайшую перспективу, которые не противоречат фундаментальным факторам и основаны на достаточно убедительной политике обменного курса.**

Вот несколько аргументов в пользу того, что курс тенге в настоящее время является достаточно устойчивым и намного более устойчивым, чем осенью 2008 года.

- Сравнительно низкие ставки по оффшорным форвардам показывают практически полное отсутствие ожиданий девальвации среди участников рынка, в том числе, зарубежных инвесторов.

**Золото в резервах резко выросло за последние полтора года**



Источник: НБК, МВФ

**Ставки по форвардам и РЕПО**



Источник: Bloomberg, расчеты ХФ

- НБК неуклонно и настойчиво демонстрирует готовность к сжатию денежной базы и повышению ставок на денежном рынке. Такая готовность является необходимым условием убедительности любой политики по защите курса путем высоких ставок. Усиление мандата НБК и повышение значимости инфляции среди его целевых индикаторов также совпадает с принципом сильного Тенге.
- После второй реструктуризации БТА и продаж некоторых банков, банковская система станет более устойчивой и способной выдерживать высокие ставки на денежном рынке достаточно длительное время. Напомним, что в 2009 году защита курса с помощью высоких ставок была неубедительной из-за слабости балансов некоторых системных банков.
- НБК разрабатывает механизмы предоставления ликвидности банкам по залог ГЦБ обеспечивающие низкий риск потерь, связанных с предоставлением ликвидности.

Вероятность девальвации будет оставаться низкой до тех пор, пока не изменятся фундаментальные факторы, такие как

- цена на нефть,
- курс рубля,
- жесткая фискальная и денежно-кредитная политика,
- состояние балансов банков.

В случае их совместного ухудшения (за исключением политики), девальвация станет практически неизбежной. Но ее характер будет отличаться от девальваций 1998-99 или 2008-09 годов. Мы ожидаем, что политика курса будет более гибкой. Это связано как с изменившимися ожиданиями рынка, так и с ужесточением фискальной политики и улучшением состояния банковской системы. Поэтому, если произойдет ухудшение фундаментальных факторов, девальвация в этот раз пройдет быстрее (от одного дня до недели), но менее катастрофично по амплитуде. В качестве иллюстрации

масштаба, падение цены на нефть до \$70-90 приведет к сжатию денежной базы, девальвации на 2-5%, и росту ставок на денежном рынке до 10-15%.

Но до тех пор, пока фундаментального ухудшения не будет, что мы и предполагаем в базовом сценарии, неожиданной девальвации не произойдет. В базовом сценарии на горизонте до 12 месяцев мы ожидаем медленного и предсказуемого ухудшения внешних счетов, которое будет сопровождаться ростом давления на курс в допустимых рамках, Тенге будет постепенно ослабляться, по 2-5% в год, а стоимость ликвидности постепенно приближаться к уровню инфляции.

#### Зажатие денежной базы



Источник: НБК, расчеты ХФ

\*Подробнее рассказано в заметке [«Давление на Тенге растет, а на инфляцию снижается»](#)

АО «HalykFinance» (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 «HalykFinance».

© 2013, все права защищены.

#### Макроэкономика

**Сабит Хакимжанов**, +7 (727) 244-6541  
[Sabitkh@halykbank.kz](mailto:Sabitkh@halykbank.kz)

**Мадина Курмангалиева**, +7 (727) 330-0157  
[MadinaK2@halykbank.kz](mailto:MadinaK2@halykbank.kz)

**Нурфатима Джандарова**, +7 (727) 330-0157  
[NurfatimaD@halykbank.kz](mailto:NurfatimaD@halykbank.kz)

#### Долговые инструменты

**Ерулан Мустафин**, +7 (727) 244-6986  
[ErulanM@halykbank.kz](mailto:ErulanM@halykbank.kz)

**Сабина Амангельды**, +7 (727) 330-0153  
[SabinaA@halykbank.kz](mailto:SabinaA@halykbank.kz)

#### Адрес:

Halyk Finance  
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦНурлы-Тау", 3Б  
050013, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 (727) 244 6540  
Факс. +7 (727) 259 0593

[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

#### Долевые инструменты

**Мариям Жумадил**, +7 (727) 244-6538  
[MariyamZh1@halykbank.kz](mailto:MariyamZh1@halykbank.kz)

**Мирангуль Маралова**, +7 (727) 244-6538  
[MiramgulM@halykbank.kz](mailto:MiramgulM@halykbank.kz)

**Бакай Мадыбаев**, +7 (727) 330-0153  
[BakaiM@halykbank.kz](mailto:BakaiM@halykbank.kz)

#### Bloomberg

HLFN <Go>