

28 января 2010

## Ставка на постепенное укрепление

Мадина Курмангалиева  
[madinaku@halykbank.kz](mailto:madinaku@halykbank.kz)

Сабит Хакижанов  
[sabitkh@halykbank.kz](mailto:sabitkh@halykbank.kz)

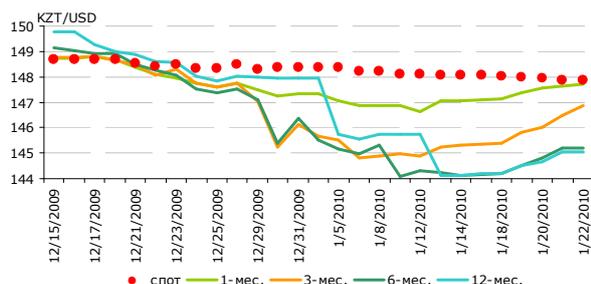
Мы полагаем, что политика обменного курса в ближайшие месяцы будет ориентироваться на медленное и, желательно, предсказуемое укрепление Тенге. Однако, придерживаясь этого плана, НБК не будет делать объявлений, и уж тем более никаких безусловных обещаний, о целевом значении обменного курса. Мы считаем, что такая политика позволит НБК получить все макроэкономические дивиденды, связанные с недооцененной, но усиливающейся валютой, сохраняя при этом достаточную свободу действий, позволяющую без потери репутации отклоняться от этого плана в случае вполне вероятных шоков.

Основная альтернатива управляемому укреплению это политика гибкого обменного курса. На сегодня, как нам кажется, она является непривлекательной для монетарных властей. Она привела бы к более резкому укреплению тенге вскоре после расширения коридора и привела бы к повышению волатильности курса, и не позволила бы приблизить правительство к решению задачи де-долларизации широкой денежной массы.

Мы выражали это мнение в ноябре 2009 года (см *Медленно, но верно: укрепление Тенге* в Еженедельнике Халык Финанс от 23 ноября 2009), когда вслед за выходом новости об улучшении платежного баланса НБК объявил о намерении расширить коридор обменного курса в основном в сторону усиления тенге.

С тех пор, ожидания рынка в основном колебались между этими двумя альтернативами, реагируя на дополнительные сигналы от НБК и прояснение ситуации с реструктуризацией долгов БТА и Альянс банка. После первого сообщения о расширении коридора, НБК купил около \$2 млрд. только в ноябре. В декабре нетто интервенции НБК были незначительными (Рис 2). Но в течение первых трех недель января НБК осуществлял интервенции каждый день, являясь практически единственным продавцом Тенге на спотовом рынке (Рис 3). По нашей оценке общий объем интервенций с 5 по 22 января составил \$2,35 млрд. Спрос на доллары со стороны банков практически сошел на нет (за исключением 25 января), а форвардные ставки приблизились к спотовым и к нашему основному сценарию постепенного и длительного укрепления Тенге.

**Рисунок 1. Спотовый и форвардные курсы KZT/USD**



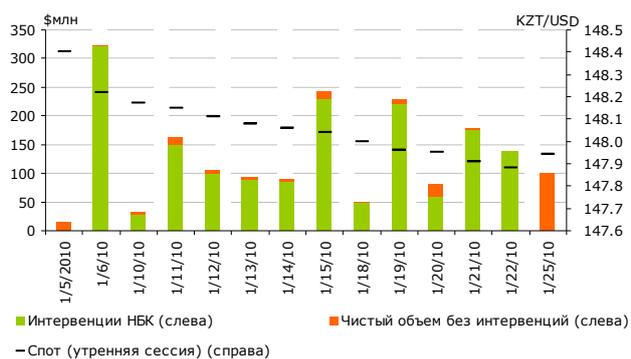
Источник: Bloomberg

**Рисунок 2. Валютные интервенции НБК на утренней сессии**



Источник: Оценка ХФ

**Рисунок 3. Торги KZT/USD на утренней сессии с 5 по 25 января 2010 года**



Источник: KASE, Оценка ХФ

Предсказуемость и длительный срок укрепления необходимы для достижения поставленной задачи по восстановлению доли Тенге в денежной массе. Тем более, что низкая инфляция в 2009, вызванная замедлением кредитования, позволяет поддерживать Тенге в недооцененном состоянии.

Одним из недостатков плана управляемого усиления Тенге является риск того, что НБК упустит промежуток времени, когда возможен переход к более гибкому обменному курсу без существенного усиления волатильности курса. Все это может иметь негативные последствия для финансовой стабильности на средне- и долгосрочном горизонте. Однако, похоже, что по мнению регуляторов на данный момент стабильность и предсказуемость обменного курса и восстановление доверия к Тенге являются основными предпосылками нормализации денежно-кредитных условий.

В то же время, мы считаем, что чрезмерный успех этой политики по части дедолларизации экономики также создает угрозу для стабильности и устойчивости. Так, мы предполагаем, что только небольшая доля интервенций НБК удовлетворяла профицит по операциям текущего счета; большая часть спроса на тенге была связана с притоком капитала или со спекулятивными изменениями в валютной структуре денежного спроса. В случае чрезмерного усиления тенге резко возрастает риск изменения спекулятивных ожиданий. Именно поэтому, по нашему мнению, для НБК так важно не переборщить с укреплением тенге и сохранить его недооцененным.

Хотя мы и не меняем нашего взгляда на качественные параметры политики НБК, мы пересматриваем наш прогноз в сторону более быстрого усиления. Наш обновленный прогноз обменного курса составляет 146 KZT/USD на конец 1кв2010 (ранее 147) и до 142 KZT/USD (ранее 146) на конец 2010 года.

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.

© 2009, все права защищены.

#### **Макроэкономика**

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

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

#### **Финансовый Сектор, долговые инструменты**

Аскар Турганбаев, 7 (727) 244-6984  
[askartu@halykbank.kz](mailto:askartu@halykbank.kz)

Роман Асильбеков, 7 (727) 330-0160  
[romanas@halykbank.kz](mailto:romanas@halykbank.kz)

Ольга Полторак, 7 (727) 330-0160  
[olgapo@halykbank.kz](mailto:olgapo@halykbank.kz)

#### **Горная промышленность и металлургия**

Тимур Омоев, 7 (727) 244-6538  
[timuro@halykbank.kz](mailto:timuro@halykbank.kz)

Гаухар Сарсембаева, 7 (727) 244-6986  
[gauharsar@halykbank.kz](mailto:gauharsar@halykbank.kz)

#### **Нефть и Газ**

Бурашев Маулен, 7 (727) 244-6538  
[maulenb@halykbank.kz](mailto:maulenb@halykbank.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

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

#### **Bloomberg**

HLFN <Go>