

## **«Боязнь плавающего курса», риск ликвидности и фондирование в Тенге**

31 января 2014

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

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

Давно назревшая проблема отсутствия долгосрочного фондирования в Тенге может быть решена только с переходом на инфляционное таргетирование и плавающий курс. Но переход на инфляционное таргетирование затруднен из-за укоренившихся механизмов формирования рыночных ожиданий по обменному курсу и отсутствия доверия к механизму процентных ставок, так называемая «боязнь плавающего курса». Озабоченные удержанием курса, монетарные власти отказываются предоставлять банкам ликвидность на постоянной и предсказуемой основе, что не позволяет осуществлять трансформацию срочности, дестабилизирует банковскую систему, повышает стоимость фондирования и требует ввода ограничений на свободу размещения капитала. Для того, чтобы вырваться из этого порочного круга, необходимо принятие переходной политики, способной предотвратить паническую девальвацию преимущественно процентными ставками. Почва для такой переходной политики была подготовлена в 2013 году, во время неоднократных эпизодов успешной защиты обменного курса высокими ставками, когда рынок репо фактически стал каналом безопасного вливания ликвидности в систему, а сверхвысокие ставки проиллюстрировали значимость риска ликвидности при формировании валютной позиции. Единственным недостатком, от которого страдала убедительность денежно-кредитной политики, были чрезмерно низкие ставки после завершения кризиса ликвидности – они подрывали доверие к Тенге и подпитывали валютные спекуляции. Повышение ставок до соответствующего уровня позволит решить эту проблему.

### **Падение спроса на гособлигации**

Спрос на государственные ценные бумаги, деноминированные в Тенге, остается слабым, по крайней мере, на тех ставках, по которым Минфин готов размещаться. Пенсионные фонды практически ушли с рынка и теперь банки и "их клиенты" стали крупнейшими участниками первичного рынка. Ослабление спроса банков на тенговые активы продолжается не первый год, но в 2013 году падение спроса ускорилось из-за опасений девальвации, когда рынок стал требовать все более высокую доходность на тенговые активы. Падение спроса в периоды атаки на курс требовало повышения ставок до 50%, но в среднем ставки оставались достаточно низкими. Соответственно, краткосрочные ставки по госбумагам также оставались низкими.

Аппетит к тенговым активам начал восстанавливаться в декабре 2013 года. Этому было две причины, по нашему мнению. Кризис ликвидности и предельно высокие ставки в конце ноября показали насколько далеко НБК готов идти для защиты обменного курса, поступаясь при этом интересами многих банков, испытывавших острую нехватку тенговой ликвидности. Демонстрация такой решимости ослабила девальвационные ожидания и, тем самым, способствовала усилению спроса на все тенговые активы.

Более решающей причиной усиления спроса на тенговые активы было ожидавшееся введение ограничений на использование производных инструментов. Около года назад НБК объявил о планах введения с января 2014 года ограничения на размер производных позиций на уровне 30% от балансовой валютной позиции. Эта мера, кроме всего прочего, снижала полезность валютных активов как залога для привлечения ликвидности и тем самым способствовала росту спроса на тенговый залоговый актив, то есть, госдолг.

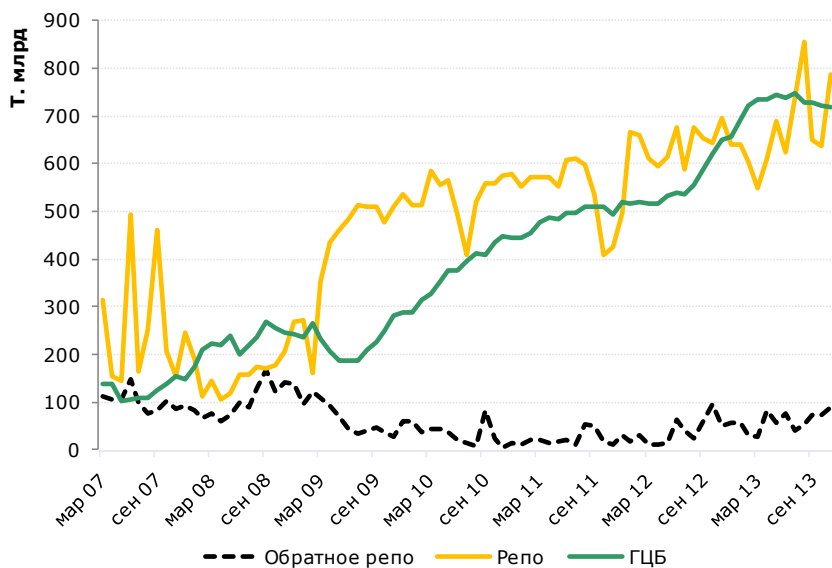
Однако, в январе 2014 года НБК отложил введение ограничения на производные позиции до июля 2014 года. Мы ожидаем, что это должно ослабить спрос на государственные облигации до тех пор, пока НБК не осуществит свою угрозу.

Последние события на первичном рынке государственных облигаций иллюстрируют эту тенденцию. Так, на прошлой неделе Минфин предложил к размещению однолетние облигации, но отказался их размещать после того, как увидел стакан заявок. Спрос был представлен рядом банков, средневзвешенная доходность стакана спроса составила 4,88%, на 180bp выше кривой доходности, и превысил предложенный объем на 60%. Заметим, что ставки на коротком конце кривой практически не выросли за последние полгода.

В то же время, за это же время дальний конец кривой доходности вырос более, чем на 100 bp. Это снизило привлекательность длинного долга для Минфина, но сделало его более приемлемым для банков. На коротком конце кривой доходности ставки остаются ниже ставок репо львиную долю времени и примерно на 4 процентных пункта ниже ставок NDF, отражающих стоимость хеджирования риска девальвации. Где-то между этими двумя пределами возможно есть точка компромисса, где предложение эмитента совпадает со спросом. Например, две недели назад Минфин разместил 5-летние бумаги под 6,2%, то есть, всего на 20bp выше кривой. Аукцион был успешным, так как размещенный объем (ТЗ9млрд) превысил план в 2,5 раза. Не исключено, что на этом сроке до погашения спрос и предложение ближе, чем на других сроках. Именно на этих сроках, по нашему мнению, можно ожидать успешных размещений в ближайшем будущем.

В результате сформировалась аномальная структура ставок. Ставки по краткосрочным ГЦБ находятся на уровнях, где большую часть времени находятся ниже денежного рынка (репо) и намного ниже ставок валютных форвардов, таких как NDF. Долгосрочные ставки ГЦБ выше ставок репо большую часть времени, но ниже NDF и намного ниже пиковых значений ставок репо и пиковых валютных свопов.

**Рис 1. Спрос банков на ликвидность и на инструменты ее привлечения, млрд Тенге, на конец месяца**

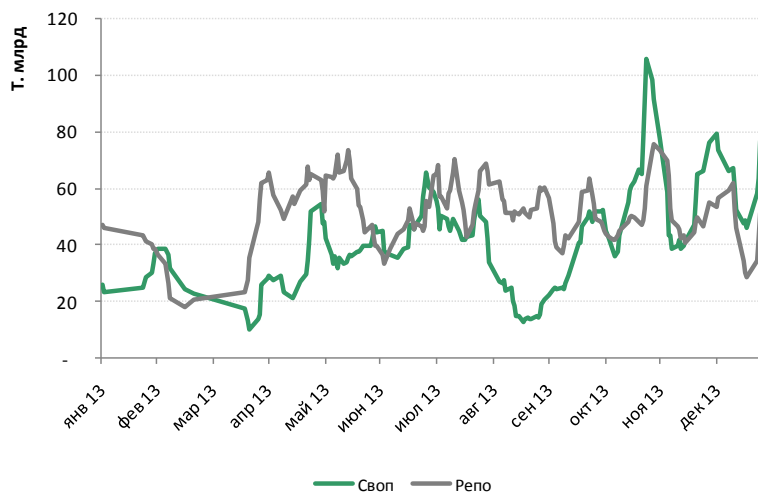


Источник: НБК, Халык Финанс

При такой структуре процентных ставок спрос на ГЦБ со стороны коммерческих банков становится крайне чувствительным к риску ликвидности. Банки заинтересованы в ГЦБ не столько в качестве актива, приносящего доход, так как при такой структуре ставок обратное репо дает доходность, сравнимую с ГЦБ. Спрос на ГЦБ во все большей степени формируется как на залог, открывающий доступ на высоколиквидный рынок репо.

Следует заметить, что тенговая ликвидность в основном обращается на двух относительно активных рынках, репо и валютных свопов. Оба рынка организованы KASE, оба испытывают периодические потрясения со стороны предложения первичной ликвидности (т.н. налоговая неделя). Рынок репо в качестве обеспечения использует ГЦБ, а рынок валютных свопов – валюту. Рынок репо был всегда открыт для небанковских участников (пенсионные фонды и брокерские компании) и поэтому является каналом вливания ликвидности в банковскую систему извне, а рынок валютных свопов до сих пор оставался исключительно межбанковским рынком, позволявшим перераспределить ликвидность внутри банковской системы. Эти два различия, т.е. более высокая стоимость хеджирования тенгового обеспечения и доступ к внебанковской ликвидности являются причиной более низких ставок на рынке репо.

**Рис 2. Обороты на денежном рынке,**  
 среднее значение за неделю, пп



Источник: KASE, Халык Финанс

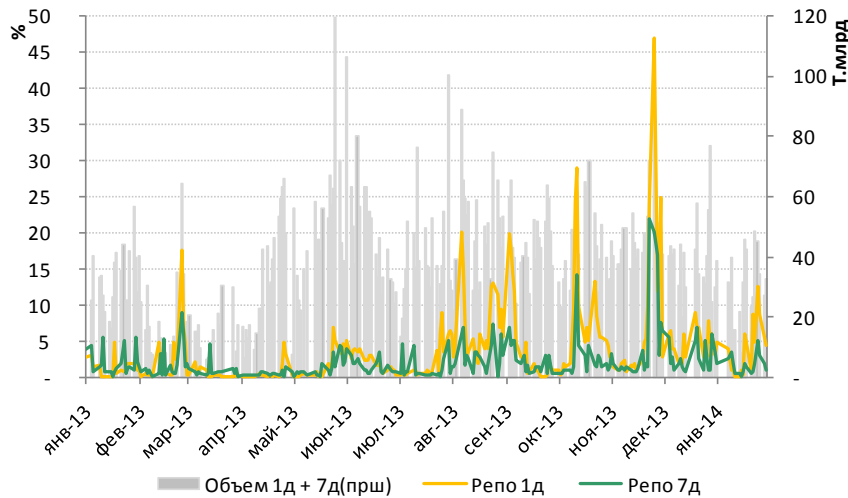
### Волатильность на рынке ликвидности

Рост волатильности в 2013 году произошел по трем причинам: сжатие денежной базы в результате нестерилизованных интервенций, особенно ее тенговой составляющей, и снижение активности пенсионных фондов на рынке репо. Снижение избыточных резервов банков и ухудшение доступа к небанковской ликвидности ослабило способность финансовой системы поглощать периодические изъятия первичной ликвидности во время налоговых недель. В результате, рост ставок во время налоговых недель стал особенно острым. Повысилась значимость залоговых активов как инструмента управления риском ликвидности.

Но ставки стали волатильными не сегодня. Они начали проявлять тенденцию к скачкам уже в 2010 году. Указанные выше причины только усилили эту тенденцию. Первичной причиной волатильности ставок является политика управления обменным курсом, которая стабилизирует курс в ответ на внешние шоки. Для поддержания обменного курса центральный банк вынужден манипулировать предложением первичной ликвидности, что приводит к волатильности ставок. Жесткий номинальный обменный курс не позволяет экономике гибко реагировать на изменяющиеся внешние условия. Вместо поддержания стабильных кредитных условий на внутреннем рынке центральный банк создает иллюзию

внешней стабильности. Поддержание таких иллюзий не только откладывает своевременную реакцию реального сектора, но и значительно осложняет переходный процесс.

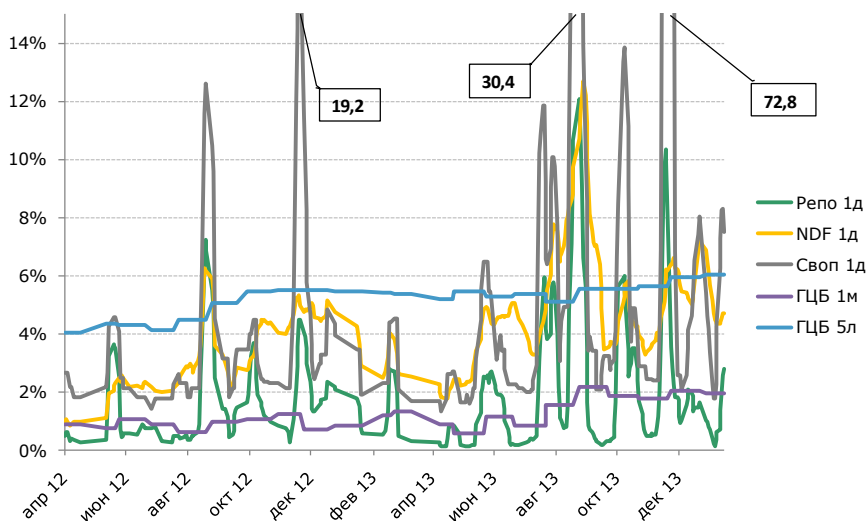
**Рис 3. Рост волатильности ставок репо, внутридневной диапазон (левая шкала), пп и суммарный дневной оборот, млрд Тенге**



Источник: KASE, Халык Финанс

Тенге может ослабеть не только из-за неэффективной денежно-кредитной политики, но также и из-за внешних фундаментальных факторов. Курс USDKZT сравнительно чувствителен к условиям торговли и курсу рубля, особенно когда тенге воспринимается как переоцененная валюта. По данным НБК реальный эффективный обменный курс (РЭОК) тенге не переоценен. Но мы считаем, что переоцененность тенге маскируется переоцененностью российского рубля, который занимает значительную долю в корзине РЭОК. Если рубль ослабнет, что весьма вероятно в текущих глобальных условиях, текущий счет Казахстана станет подвержен гораздо большему давлению, без защиты, которую до этого предоставлял переоцененный рубль. Но такое ослабление курса, если оно произойдет по фундаментальным причинам, будет полезным для экономики.

**Рис 4. Структура краткосрочных ставок**



Источник: KASE, Bloomberg, Халык Финанс

## Спред между ставками ГЦБ и ставками денежного рынка

Неспособность кривой доходности отреагировать на высокий риск девальвации это другой вопрос. На наш взгляд, это в значительной степени зависит от несогласованности политики защиты курса процентными ставками, которую практикует НБК. Если бы ставки денежного рынка оставались стабильными на уровнях компенсирующих риск девальвации, скажем, выше 7%, рынок был бы более успешным в требовании более высоких доходностей от Министерства финансов.

## Устойчивая денежно-кредитная политика при «боязни плавающего курса»

Такая структура процентных ставок не может быть устойчивой в долгосрочной перспективе. Низкие ставки ставят под угрозу доверие к режиму обменного курса. Что-то должно измениться, либо процентные ставки должны вырасти, либо тенге девальвировать. Если процентные ставки на денежном рынке останутся низкими, если НБК не установит их на уровне не ниже ставок долгосрочных форвардов по USDKZT (сейчас около 7%), которые отражают риск долгосрочной девальвации, то атаки на курс будут только усиливаться, и для удержания курса придется повышать ставки намного выше, возможно до уровней, которых они достигали в августе и ноябре прошлого года.

На наш взгляд, доверие к денежно-кредитной политике подрывается долгосрочной несовместимостью низких процентных ставок и фиксированного обменного курса. По мере ухудшения текущего счета, атаки на режим обменного курса, который поддерживает низкие процентные ставки, будут неизбежны. Но, это не означает, что девальвация неизбежна или полезна для экономики. Монетарные власти могли бы согласовать процентные ставки и ожидания обменного курса, сделав ставки репо промежуточной целью политики и установив эту цель на устойчивом уровне. Это потребует выполнения следующих необходимых условий:

- поддержание ставок репо в соответствии с заранее объявленном коридоре путем предоставления ликвидности по верхней планке коридора и ее изъятия на нижней границе;
- поддержание нижней границы коридора выше стоимости хеджирования риска девальвации (например, ставки NDF);
- вспомогательное и временное использование интервенций на валютном рынке для поддержания доверия к Тенге в период наиболее сильных атак на обменный курс.

Другими словами, мы считаем, что для того, чтобы восстановить доверие к тенге, политика процентных ставок должна стать первичной. Необходимо управлять краткосрочными ставками более прямым, активным и предсказуемым образом, чем только через валютные интервенции, и устанавливать целевые ставки на уровнях, которые поддерживают спрос на Тенге. Активное управление процентными ставками не означает, что НБК должен отказаться от управления валютного курса. По крайней мере, НБК будет необходимо управлять обменным курсом еще несколько лет, чтобы избежать ненужных и дорогостоящих девальваций.

Но повышение доверия к Тенге не является самоцелью. Решение этой проблемы позволит решить другие проблемы, непосредственно связанные с устойчивостью финансового сектора и конкурентоспособностью реального сектора.

Во-первых, это позволит улучшить условия долгосрочного тенгового фондирования (и долгосрочного кредитования) в Тенге. Корнем этой проблемы является неубедительность политики обменного курса, и неспособность центрального банка выполнять функцию кредитора ликвидности последней инстанции. Без такого кредитора ни один банк не в состоянии осуществлять трансформации срочности, то есть выдавать долгосрочные кредиты фондируясь на краткосрочном рынке. До сих пор НБК уклонялся от этой ответственности, ссылаясь совершенно справедливо аргументируя это тем, что предоставляемая ликвидность будет немедленно использована для спекуляции против Тенге. Но спекуляции против USDKZT возможны только потому, что стоимость заимствования в тенге является слишком низким. Повышение стоимости заимствования

Тенге сделает спекуляции невыгодными. После того, как банки почувствуют себя в безопасности, зная, что они будут в состоянии заимствовать в любое время по ставке НБК, они могли бы быть в состоянии участвовать в долгосрочном кредитовании. Без решения проблемы краткосрочных фондирования невозможно решить проблему долгосрочного фондирования и долгосрочного кредитования экономики.

Во-вторых, это восстановит спрос на все тенговые активы, в том числе, госдолг. Это сделает госдолг и корпоративные тенговые облигации более привлекательными для нерезидентов, и тем самым снизить стоимость заимствования не только на внутреннем, но и на внешних рынках.

В-третьих, восстановление спроса на тенге позволит денежно-кредитной политике постепенно выбраться из ловушки «боязни плавающего курса», механизмы которой, связанные со сложностью отказа от политики фиксированного курса, описаны Калво и Рейнхард в 2000 году. Экономика Казахстана слишком открытая и слишком зависима от внешних условий, чтобы позволить себе их игнорировать. Фиксированный курс создает иллюзию изолированности от внешних шоков, но только откладывает реакцию и ослабляет способность экономики гибко реагировать на ухудшение условий торговли или финансового счета. Плавающий курс и инфляционное таргетирование это достойная долгосрочная цель для любого центрального банка. Но для того, чтобы ее достичь, нужно начать с решения проблемы краткосрочных ставок, при которых можно обеспечить их стабильность.

В-четвертых, используя инструмент процентных ставок центральный банк будет в состоянии отказаться от использования вариантов ограничений на движение капитала, например, в виде различного рода ограничений балансовых, и забалансовых, позиций, которые тормозят развитие всего финансового сектора и ограничивают его способность направлять капитал для наиболее эффективного использования. Тем более, что, как показал опыт центральных банков Турции и России, эффективность ограничений на движение капитала невелика, а их цена для экономики значительна. В то же время, изменение политики, которое мы предлагаем, не требует развития новых инструментов, так как НБК уже проводил интервенции на рынке репо. Это не требует создания новых регуляторных институтов.

### **Наши ожидания по ДКП**

Наши ожидания по курсу зависят от ответа на вопрос, верим ли мы, что НБК перейдет на политику предоставления ликвидности по ставкам выше ее альтернативной стоимости на оффшорных рынках (NDF). До сих пор мы не видели признаков готовности НБК взять на себя такое обязательство.

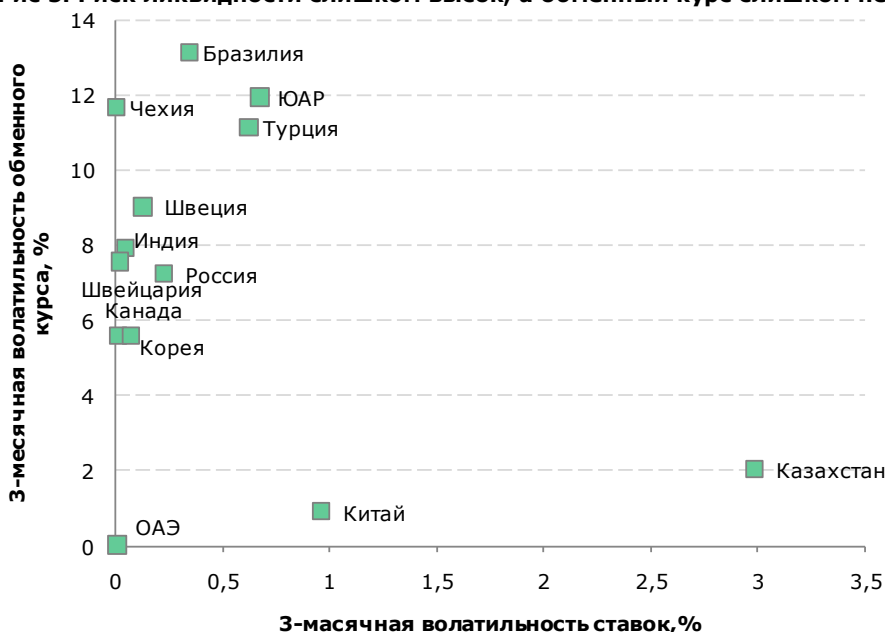
Если НБК не примет такую политику, то, вполне вероятно, что он сможет удержать курс от девальвации в течение этого года, периодически отражая атаки на Тенге высокими ставками, как это было в августе и ноябре 2013 года, или ограничениями на движение капитал, как это планировалось сделать в январе 2014. Но мы также считаем, что такая политика не является устойчивой в долгосрочной перспективе. Эта политика накладывает огромное бремя неопределенности на экономику и вынуждает финансовый сектор страдать от устранимых проблем с ликвидностью, которые становятся все более серьезными. Если эта политика сохранится, ее внутренняя противоречивость будет все больше подрывать доверие к тенге. Из-за высокого риска девальвации стоимость фондов будет оставаться непомерно высокой. Призывы к разовой девальвации будут становиться все более настойчивыми. Правительство будет все более уступчивым в этом вопросе. Ожидания девальвации будут усиливаться. Защита курса будет требовать все более высоких ставок. Очень скоро девальвация станет неизбежной.

Но пока это не произошло и правительство все еще имеет возможность принять правильное решение – поднять ставки сейчас до умеренно высокого уровня, чтобы создать возможность для постепенного снижения их в будущем. Если такое решение принято не будет, то денежно-кредитная политика продолжит «управлять» курсом от одной

девальвации до другой. С каждой последующей девальвацией долларизация будет усиливаться, «боязнь плавающего курса» все более хронической, потеря доверия к режиму обменного курса будет становиться все более труднообратимым, а Тенге будет постепенно терять актуальность как национальная валюта.

Мы считаем, что мы не одиноки в нашей озабоченности по поводу проведения денежно-кредитной политики и ее влияния на кредитные условия в Казахстане. К сожалению, судя по нашему анализу публикаций, единого мнения не существует. В такой ситуации более открытая дискуссия, поддержанная аргументами, будет более продуктивной и полезной в долгосрочной перспективе для всего рынка, так как такая дискуссия значительно облегчит коммуникацию с рынком и обеспечит большую убедительность новой политике. Несмотря на то, что времени не много, этот вопрос заслуживает более глубокого изучения, более широкого обсуждения с рынком, так как цена принятия неправильного решения слишком высока.

**Рис 5. Риск ликвидности слишком высок, а обменный курс слишком негибок**



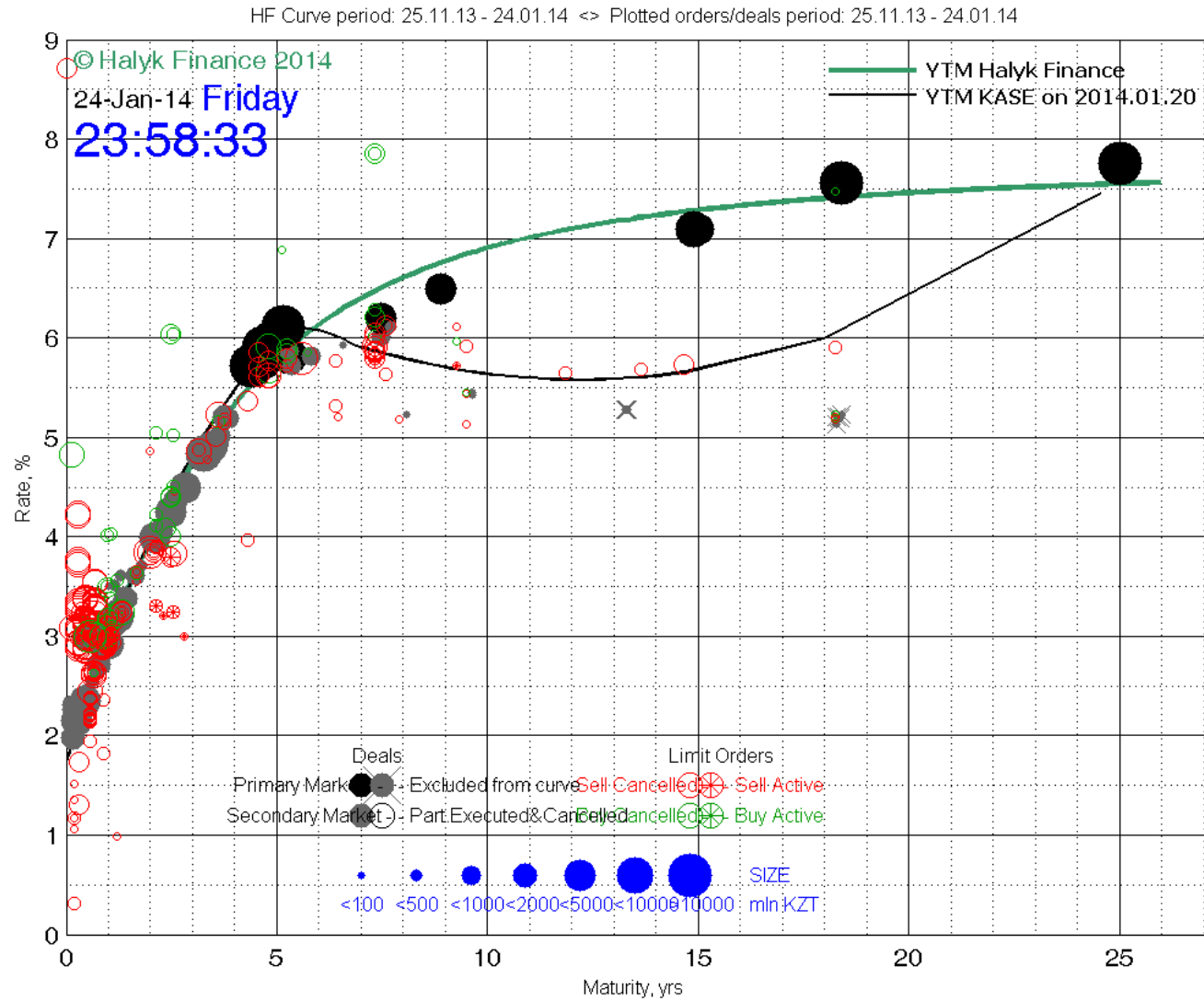
Источник: KASE, Bloomberg, Халык Финанс

За неделю тенге незначительно ослаб по отношению к доллару США и практически не изменился по отношению к валютной корзине. Это, по правилам таргетирования валютной корзины, ограничивает НБК в объеме валютных интервенций. Тем не менее, по нашим оценкам НБК проводил интервенции в начале недели, поддерживая рост ставок на денежном рынке и, особенно, на более волатильном рынке валютных свопов, что несколько стабилизировало курс тенге по отношению к доллару США.

В этом кроется риск того, что при ослаблении рубля НБК продолжит поддержание курса тенге, тогда как давление на обменный курс усилится. По нашему мнению, такая практика иллюстрирует сложности перехода на таргетирование валютной корзины, в то время как ожидания рынка по-прежнему формируются исключительно по динамике пары USDKZT. Участники рынка воспринимают ослабление пары USDKZT как основной сигнал дальнейшего ослабления тенге независимо от того, что оно было вызвано ослаблением курса рубля и евро.

**Рисунок 6. Кривая ХФ**

Кривая построена по совершенным сделкам на KASE за последние 30 дней. На графике указаны сделки и заявки за последние 60 дней





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](mailto:a.nurakhayeva@halykfinance.kz)

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

**Асель Исатаева**, +7 (727) 244-6545  
[a.isatayeva@halykfinance.kz](mailto:a.isatayeva@halykfinance.kz)

Для розничных инвесторов:  
**Дарья Манеева**, +7 (727) 244-6980  
[d.maneeva@halykfinance.kz](mailto:d.maneeva@halykfinance.kz)

**Сабина Муканова**, +7 (727) 259-6203  
[s.mukanova@halykfinance.kz](mailto:s.mukanova@halykfinance.kz)

##### **Департамент Исследований**

Макроэкономика

**Сабит Хакимжанов**, +7 (727) 244-6541  
[s.khakimzhanov@halykfinance.kz](mailto:s.khakimzhanov@halykfinance.kz)

**Нурфатима Джандарова**, +7 (727) 330-0157  
[n.jandarova@halykfinance.kz](mailto:n.jandarova@halykfinance.kz)

Долговые инструменты  
**Ерулан Мустафин**, +7 (727) 244-6986  
[y.mustafin@halykfinance.kz](mailto:y.mustafin@halykfinance.kz)

**Сабина Амангельды**, +7 (727) 244-6968  
[s.amangeldi@halykfinance.kz](mailto:s.amangeldi@halykfinance.kz)

Долевые инструменты

**Мариям Жумадил**, +7 (727) 244-6538  
[m.zhumadil@halykfinance.kz](mailto:m.zhumadil@halykfinance.kz)

**Бакай Мадыбаев**, +7 (727) 330-0153  
[b.madybaev@halykfinance.kz](mailto:b.madybaev@halykfinance.kz)

**Еркин Абдрахманов**, +7 (727) 244-6538  
[y.abdrakhmanov@halykfinance.kz](mailto:y.abdrakhmanov@halykfinance.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)

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