

Сопротивление Тенге к укреплению

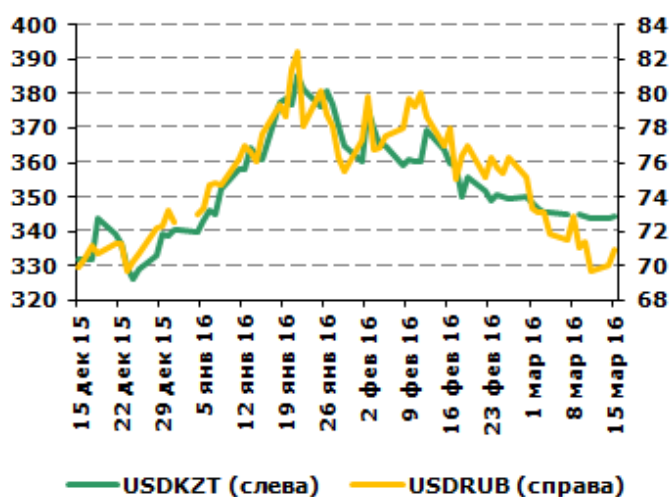
Нурфатима Джандарова — 18 Марта 2016

С конца 2015 года обменный курс Тенге приобрел черты свободно плавающей валюты – эластичность к цене на нефть и волатильность курса были схожи с обменным курсом Рубля. Однако, в течение последних двух месяцев зависимость Тенге от Рубля и цены на нефть заметно ослабла. Первый эпизод, в феврале 2016 года, может быть связан с валютными интервенциями во время налоговых платежей экспортеров. И хотя валютные интервенции могут быть более подходящим инструментом для сглаживания шока налоговой недели, мы считаем, что необходимо более полное раскрытие информации о таких интервенциях. Мы затрудняемся дать логическое объяснение для второго эпизода снижения зависимости от фундаментальных факторов, в марте 2016 года. Тем не менее, слишком длительное и необъяснимое сдерживание курса может привести к нежелательным последствиям в экономике.

Со 2 февраля 2016 года НБК возобновил процентную политику и подтвердил приверженность к режиму свободно плавающего курса. В течение декабря – начала февраля динамика курса USDKZT была схожей с динамикой USDRUB, наиболее близкого ориентира свободно плавающего курса.

Соответственно, USDKZT в свободном плавании был более чувствительным к изменениям цены на нефть, самого главного фундаментального фактора для экономики Казахстана. По нашей оценке, за период с 15 декабря 2015 года по 5 февраля 2016 года эластичность Тенге к цене на нефть марки Brent была схожей с эластичностью Рубля (Рисунок 2).

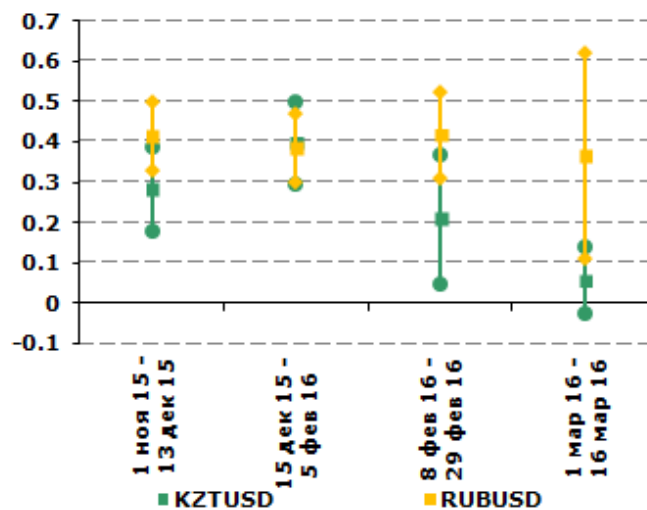
Рисунок 1. Сравнение USDKZT и USDRUB



Источник: Bloomberg

Рисунок 2. Эластичность Тенге к цене на нефть значительно снизилась в феврале–марте

Оценка коэффициента в регрессиях $\log(\text{USDKZT})$ и $\log(\text{USDRUB})$ на $\log(\text{Брент})$ с 95% доверительным интервалом

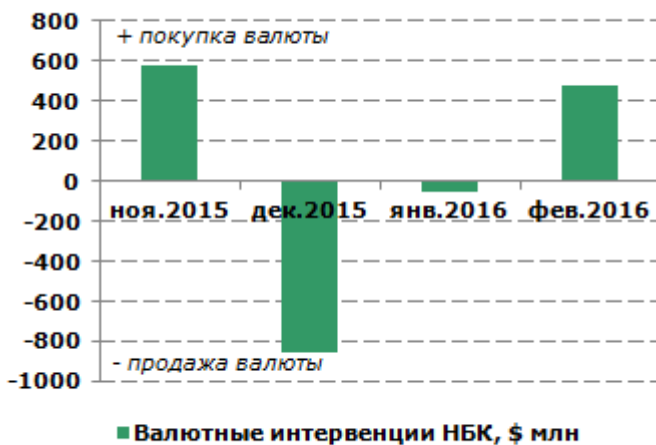


Источники: Bloomberg, расчеты ХФ

Февраль 2016 года

Однако, зависимость Тенге от Рубля и цены на нефть начала снижаться в феврале 2016 года, судя по оценке эластичности за период с 8 по 29 февраля 2016 года. В течение этого периода, USDKZT укреплялся на фоне более слабого Рубля и в целом стабильной цены на нефть (\$30-35/баррель). Вероятно, опережающее укрепление Тенге было связано с налоговыми платежами экспортеров. Согласно заявлению Данияра Акишева, НБК выкупил в общей сложности \$474млн на валютном рынке в феврале.

В нашем [предыдущем отчете](#), мы писали, что валютные интервенции могут быть более подходящим инструментом для сглаживания шоков ликвидности, вызванных налоговыми платежами экспортеров. При этом важно, чтобы участники рынка понимали, что такие интервенции проводятся с целью сглаживания шока налоговой недели, а не управления курсом. На наш взгляд, этого можно добиться путем раскрытия правил проведения интервенций и доли участия НБК, непосредственно связанной с налоговыми платежами.

Рисунок 3. Валютные интервенции НБК


Источники: открытые источники

Март 2016 года

Зависимость Тенге от Рубля и цены на нефть ослабла еще сильнее в первой половине марта - USDKZT окреп не так сильно как USDRUB на фоне растущей цены на нефть. Мы затрудняемся в поиске логического объяснения. Одной из возможных причин может быть восполнение международных резервов. Согласно данным о международных резервах, с начала года наблюдалось погашение валютных свопов и снижение валютных депозитов банков в НБК, учитываемых в структуре международных резервов (см. наши заметки о международных резервах за [январь и февраль 2016 года](#)). Значительное падение агрегированного показателя валютных резервов, вероятно, могло быть воспринято широкими массами как сигнал сдерживания ослабления курса со стороны НБК и привести к росту давления на Тенге. В связи с этим, НБК мог быть заинтересован в покупке валюты на рынке для поддержания агрегированного уровня резервов на стабильном уровне.

Вследствие недостаточного укрепления, заметно снизилась волатильность рыночного курса Тенге. По нашей оценке, стандартное отклонение дневных изменений USDKZT с начала марта упало гораздо сильнее USDRUB и цены на нефть (Таблица 1).

Таблица 1. Волатильность курса Тенге заметно упало

Стандартное отклонение логарифма дневных изменений

	Brent	USDKZT	USDRUB
1 ноя 15 - 13 дек 15	2.10%	0.92%	1.04%
15 дек 15 - 5 фев 16	4.37%	1.62%	1.84%
8 фев 16 - 29 фев 16	4.36%	1.21%	1.77%
1 мар 16 - 16 мар 16	2.62%	0.50%	1.39%

Источники: Bloomberg, расчеты ХФ

Независимо от причины сдерживания укрепления и волатильности, слишком «стабильный» обменный курс может

привести к нежелательным последствиям. Во-первых, это может быть воспринято как очередное нарушение обещания плавающего курса, еще сильнее подрывая убедительность денежно-кредитной политики. Во-вторых, при слишком низкой волатильности любое незначительное изменение может привести в стремительному росту давления на курс. В-третьих, длительный период низкой волатильности курса может привести к недооценке валютных рисков и чрезмерном росте валютных обязательств в экономике.

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».

© 2016, все права защищены

Департамент исследований Управление		Телефон	E-mail
Мурат Темирханов	Директор	+7 (727) 244-6541	m.temirkhanov@halykfinance.kz
Станислав Чуев	Долговые инструменты	+7 (727) 244-6538	s.chuyev@halykfinance.kz
Нурфатима Джандарова	Макроэкономика	+7 (727) 330-0157	n.jandarova@halykfinance.kz
Гульмария Жапакова	Долевые инструменты	+7 (727) 244-6538	g.zhapakova@halykfinance.kz
Аскар Ахмедов	Долевые инструменты	+7 (727) 330-0157	a.akhmedov@halykfinance.kz
Салтанат Мадиева	Долговые инструменты	+7 (727) 330-0157	s.madiyeva@halykfinance.kz

Департамент продаж		Инвесторы	Телефон	E-mail
Мария Пан	Директор		+7 (727) 244-6545	m.pan@halykfinance.kz
Динара Асамбаева	Институциональные		+7 (727) 244-6991	d.asambayeva@halykfinance.kz
Айжан Туралиева	Институциональные		+7 (727) 259-6202	a.turaliyeva@halykfinance.kz
Дарья Манеева	Розничные		+7 (727) 244-6980	d.maneyeva@halykfinance.kz
Сабина Муканова	Розничные		+7 (727) 259-6203	s.mukanova@halykfinance.kz

Halyk Finance

A15 E2T5, г. Алматы, пр. Аль-Фараби, 19/1
 Бизнес Центр «Нурлы Тау» блок ЗБ, 6 этаж
 Тел. +7 (727) 244 6540
 Факс. +7 (727) 259 0593
www.halykfinance.kz

Читайте нас на:

Bloomberg: HLFN <Go>
[Factset](#)
[Thomson Reuters](#)
[Capital IQ](#)
[CBonds](#)
[Investfunds](#)